CALL FOR PAPER Conference on Economic and Business Innovation Sekretariat: Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Widyagama Malang Jalan Borobudur No. 35, Malang, Jawa Timur, 65142
Email: febiuwg@gmail.com

PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN *CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN

Thalia Anggrek[1], Mariana Ing Malelak[2]

[1]Fakultas Bisnis dan Ekonomi, Universitas Kristen Petra, email: d11180242@john.petra.ac.id
[2]Fakultas Bisnis dan Ekonomi, Universitas Kristen Petra, email: mariana.ing@petra.ac.id

Abstract

The purpose of this paper is to examine the effect of capital structure and corporate governance on the performance of the food, beverages and pharmaceuticals sub-sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange during 2015-2020. This research used secondary data and panel data regression model with random effects model method. The results indicate that the capital structure as measured by the debt to equity ratio (DER) has a significant positive effect on firm performance. The firm performance was assessed by return on asset (ROA). The results also find that board size has a significant negative effect on ROA. Further analysis shows that independent director and board meeting are negatively related to ROA, however the relationship is found to be insignificant. The results of the present study can be utilized as considerations for companies in the management of corporate funding and the implementation of corporate governance practices. Moreover, creditors and investor should consider the firm's debt level and corporate governance practices before making a decision. This research is focused specifically in the food, beverages, and pharmaceuticals sub-sector companies and only uses one indicator of capital structure and three proxies of corporate governance, thus further research can use other measurement indicators.

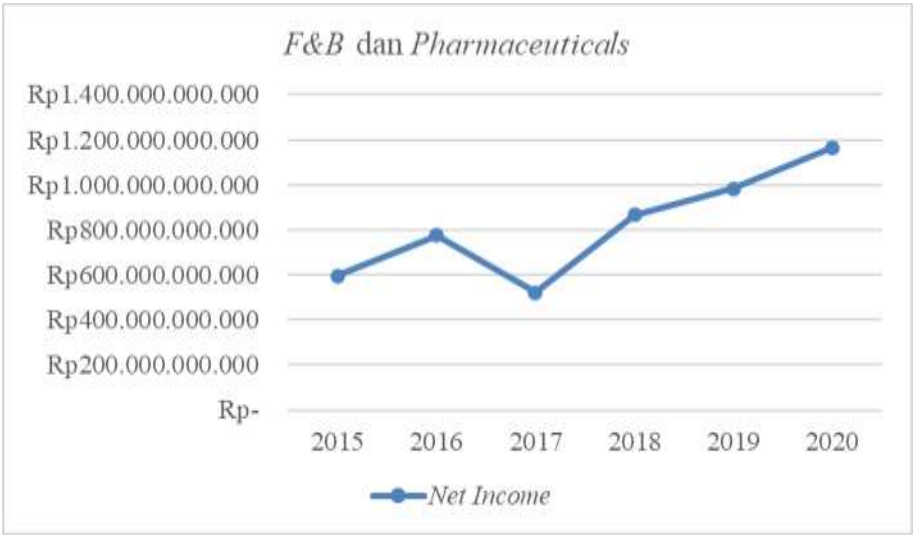
Keywords: *Capital structure, corporate governance, firm performance, food and beverages, pharmaceuticals.*

PENDAHULUAN

Pada bulan Desember 2019, kasus COVID-19 pertama terjadi di Wuhan, Tiongkok. Demi membatasi penyebaran wabah penyakit COVID-19, pemerintah China memberlakukan *lockdown* selama 76 hari (Azanella, 2021). Pabrik-pabrik yang harus tutup tidak hanya mengganggu perekonomian China, tetapi juga perekonomian negara lain sebab perekonomian negara China adalah terbesar kedua di dunia setelah Amerika Serikat (Budiyanti, 2020; Ramli, 2021).

Penyebaran COVID-19 di Indonesia terus mengalami peningkatan mencapai 1.347.026 kasus positif pada tanggal 2 Maret 2021 (COVID-19, 2021). Selama satu tahun COVID-19 di Indonesia, terdapat beberapa sektor bisnis yang paling terkena dampak dan mengalami kerugian, yaitu pariwisata dan perhotelan, penerbangan, industri *Meetings, incentives, conferencing, exhibitions* (MICE), bioskop, mal, ritel, dan otomotif (Nurhaliza, 2020).

COVID-19 memberikan dampak negatif terhadap perekonomian Indonesia dan kinerja sebagian besar sektor usaha. Akan tetapi, industri makanan dan minuman, industri farmasi dan alat kesehatan memiliki kontribusi produk domestik bruto yang besar (Santoso, 2021). Selain itu, terdapat peluang untuk berkembang cepat yang didukung oleh kesadaran masyarakat untuk menjaga kesehatan dan memperkuat imun tubuh. Permintaan masyarakat yang tinggi pada produk multivitamin dan suplemen menjadi sumber pertumbuhan laba bagi perusahaan farmasi (Nurhaliza, 2021). Adanya pertumbuhan laba menunjukkan peningkatan pada kinerja perusahaan (Suryahadi, 2020).



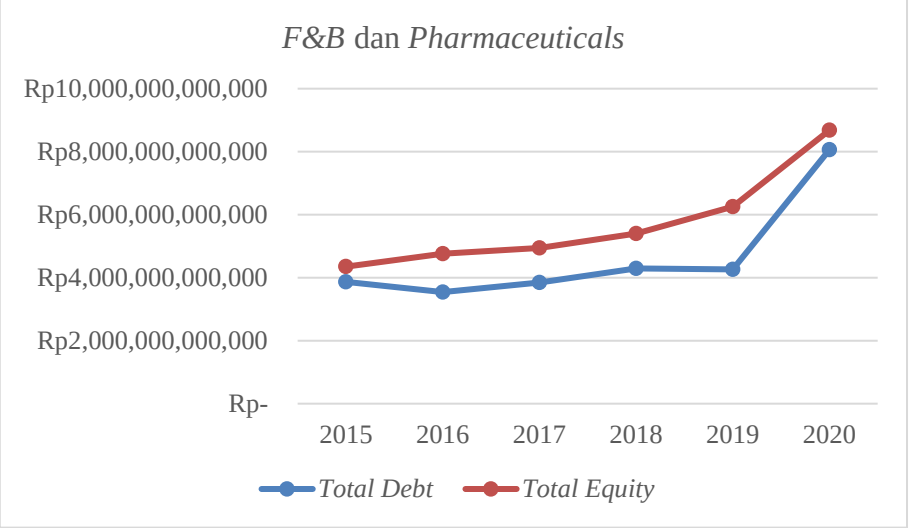
Gambar 1. *Net Income* Sub Sektor Makanan, Minuman, dan Farmasi

Berdasarkan Gambar 1. dapat dilihat bahwa kinerja keuangan perusahaan mengalami peningkatan. Laba bersih (*net income*) perusahaan meningkat dari Rp 595,71 miliar pada tahun 2015 menjadi Rp 1,16 triliun pada tahun 2020. Laba bersih perusahaan pernah mengalami penurunan pada tahun 2017 menjadi Rp 521,78 miliar yang juga merupakan kinerja terendah selama 6 (enam) tahun terakhir. Hal ini disebabkan oleh semakin tingginya persaingan di antara perusahaan dan pemulihan daya beli konsumen yang melambat (Muamar, 2018). Oleh sebab itu, penelitian ini akan menggunakan variabel struktur modal dan *corporate governance* yang diduga dapat mempengaruhi kinerja perusahaan pada sub sektor makanan,

minuman, dan farmasi.

Kinerja keuangan merupakan salah satu tolak ukur pencapaian oleh pihak manajemen dan akan diperhatikan oleh *stakeholder* sebagai dasar pertimbangan untuk pengambilan keputusan (Momani, 2016). Agar perusahaan memiliki kinerja yang baik, seorang manajer perlu mengambil keputusan penting untuk menentukan struktur modal (Ahmed & Afza, 2019; Wang, 2013). Struktur modal terdiri dari modal sendiri yaitu laba ditahan dan modal eksternal yang berasal dari pendanaan melalui utang maupun ekuitas (Riyanto, 2008).

Dalam struktur modal, utang memiliki dampak positif dan negatif bagi perusahaan. Utang dapat mengurangi pajak yang harus dibayar, namun utang dapat mempersulit perusahaan karena terdapat kewajiban untuk membayar bunga dan pokok pinjaman. Dalam kejadian terburuk perusahaan dapat mengalami kebangkrutan dikarenakan kesalahan dalam pengambilan keputusan (Mangesti Rahayu, Suhadak, & Saifi, 2019). Dalam *balancing theory* dikatakan bahwa dalam membentuk struktur modal yang optimal maka keuntungan penghematan pajak dan biaya kebangkrutan harus seimbang (Myers, 1984).



Gambar 2. *Total Debt* dan *Total Equity* Sub Sektor Makanan, Minuman dan Farmasi

Berdasarkan Gambar 2. dapat diketahui bahwa jumlah ekuitas lebih besar dibandingkan jumlah utang dalam struktur modal. *Total debt* meningkat dari Rp 3,87 triliun pada 2015 menjadi Rp 8,06 triliun pada tahun 2020. Sedangkan, *total equity* pada tahun 2015 adalah Rp 4,35 triliun dan meningkat menjadi Rp 8,68 triliun pada tahun 2020. Peningkatan utang dan ekuitas dalam struktur modal perusahaan menunjukkan adanya peningkatan total aset perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa sub sektor makanan, minuman, dan farmasi memiliki peluang untuk semakin bertumbuh.

Selain struktur modal perusahaan, praktik *corporate governance* juga menjadi perhatian para peneliti selama bertahun-tahun karena diperkirakan berpotensi mempengaruhi kinerja perusahaan (Puni & Anlesinya, 2020). Dalam *agency theory*, kinerja perusahaan akan meningkat jika ada mekanisme *corporate governance* yang meminimalkan *agency conflict* (Jensen & Meckling, 1976). Selain itu, kinerja perusahaan akan meningkat dengan adanya kepercayaan dan niat baik antara pihak eksekutif dan pemegang saham (Donaldson & Davis, 1991).

Penelitian ini akan menguji pengaruh tiga variabel *corporate governance* yaitu *board size*, *independent director*, dan *board meeting* terhadap kinerja perusahaan. *Board size* merupakan jumlah direktur dalam dewan perusahaan termasuk direktur dalam dan luar yang independen (Malik & Makhdoom, 2016). *Independent director* memiliki tugas mengawasi yaitu memantau aktivitas eksekutif dengan tujuan untuk mendorong eksekutif untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan keuntungan bagi pemilik (Bhagat & Black, 2002). Frekuensi *board meeting* perusahaan dapat mempengaruhi kinerja perusahaan, semakin banyak *board meeting* dapat meminimalkan *agency conflict* karena hubungan dewan direksi dan dewan komisaris dapat berjalan dengan baik (Finkelstein & Boyd, 1998). *Board meeting* juga menjadi wadah bagi direksi untuk mengevaluasi dan mengembangkan strategi, serta kinerja manajemen (Vafeas, 1999).

KAJIAN TEORI

Kraus & Litzenberger (1973) mengemukakan *trade Off theory* atau *balancing theory* yang menyatakan bahwa pembayaran bunga atas utang dapat dimanfaatkan sebagai pengurangan biaya pajak (*tax shield*). Hal ini menunjukkan bahwa jumlah utang perusahaan mempengaruhi jumlah pajak yang akan ditanggung oleh perusahaan. Akan tetapi, pembiayaan perusahaan tidak bisa seluruhnya menggunakan utang. Hal ini disebabkan karena terdapat peningkatan risiko *financial distressed* bagi perusahaan. Dengan demikian, perusahaan akan berutang hingga nilai *tax shield* sama dengan nilai *bankruptcy cost* (Myers, 1984).

Struktur modal perusahaan terdiri atas utang dan ekuitas. Namun, setiap perusahaan memiliki perbedaan struktur modal yaitu komposisi utang dan ekuitas. Berdasarkan *trade off theory*, utang dapat memberikan keuntungan penghindaran pajak, tetapi jumlah utang yang tinggi akan mengakibatkan perusahaan menghadapi risiko kesulitan keuangan. Oleh karena itu, manajer perusahaan perlu mempertimbangkan kombinasi utang dan ekuitas dalam struktur modal (Ahmed & Afza, 2019; Wang, 2013). Struktur modal yang optimal berpengaruh dalam memaksimalkan kinerja perusahaan. Menurut Riyanto (2013), Struktur modal yang optimal yaitu ketika biaya modal dapat diminimumkan.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Chandra et al. (2019) di Indonesia, struktur modal mempengaruhi profitabilitas perusahaan yang diukur dengan *return on asset* (ROA). Beberapa penelitian di Pakistan menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan non-keuangan (Sheikh & Wang, 2013; Ahmed & Afza, 2019). Penelitian ini berhipotesis bahwa:

H1: Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan sub sektor makanan, minuman, dan farmasi di Indonesia.

Corporate governance adalah suatu bentuk tata kelola yang menjadi salah satu kewajiban dan tanggung jawab yang dimiliki oleh perusahaan terbuka. Agar perusahaan dapat mencapai tujuannya, hubungan antara pemangku kepentingan dan pemegang saham dikelola dengan *corporate governance* (Khan, 2011). *Good corporate governance* adalah standar penting bagi perusahaan agar dapat memiliki posisi yang kuat di pasar keuangan. *Good corporate governance* dapat terjadi jika suatu perusahaan memiliki keseimbangan antara kepemilikan, kontrol, dan kepentingan *stakeholder* di perusahaan.

Teori agensi membahas hubungan kontraktual antara manajer perusahaan

sebagai pihak *agent* dengan pemegang saham sebagai pihak *principal* (Jensen & Meckling, 1976). Konflik tersebut dikenal dengan *agency conflict*. Akibat dari konflik yang berkepanjangan adalah timbulnya *agency cost*. Oleh sebab itu, diharapkan perusahaan dapat mengurangi *agency cost* melalui praktik *good corporate governance*, sehingga kinerja perusahaan bisa lebih optimal.

Sejalan dengan pandangan *agency theory*, Kaihatu (2006) menyatakan bahwa *corporate governance* adalah salah satu praktik yang menjadi kunci kesuksesan perusahaan untuk tumbuh dan memperoleh laba. Penelitian sebelumnya memberikan beberapa perbedaan hasil. Hubungan positif antara *corporate governance* dan kinerja perusahaan ditemukan Makhlouf et al. (2014) dan Gaur et al (2015). Sedangkan, Cavaco et al. (2016) menunjukkan hubungan negatif dan Borlea et al. (2017) tidak menemukan hubungan kedua variabel dalam penelitiannya.

Mengacu pada studi oleh Makhlouf M. H., Laili, Basah, & Ramli (2017), penelitian ini akan menggunakan *board size*, *independent director*, dan *board meeting* sebagai komponen *corporate governance*. *Board size* merupakan jumlah direktur dalam dewan perusahaan termasuk direktur dalam dan luar yang independen (Malik & Makhdoom, 2016). Jumlah dewan dalam perusahaan merupakan hal yang perlu diperhatikan untuk mengevaluasi kinerja (Jensen, 1993). Hal ini dikarenakan jumlah dewan yang berlebihan akan mempersulit komunikasi dan pengambilan keputusan ketika mengawasi aktivitas pihak eksekutif (Jensen, 1993; Farooque, Buachoom, & Sun, 2020). Namun, beberapa penelitian menunjukkan bahwa *board size* yang besar menunjukkan perusahaan memiliki lebih banyak orang berpengalaman yang dapat meningkatkan kinerja perusahaan (Kiel & Nicholson, 2003; Larmou & Vafeas, 2010). Penelitian ini berhipotesis bahwa:

H2.a : *Board size* berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan sub sektor makanan, minuman, dan farmasi di Indonesia.

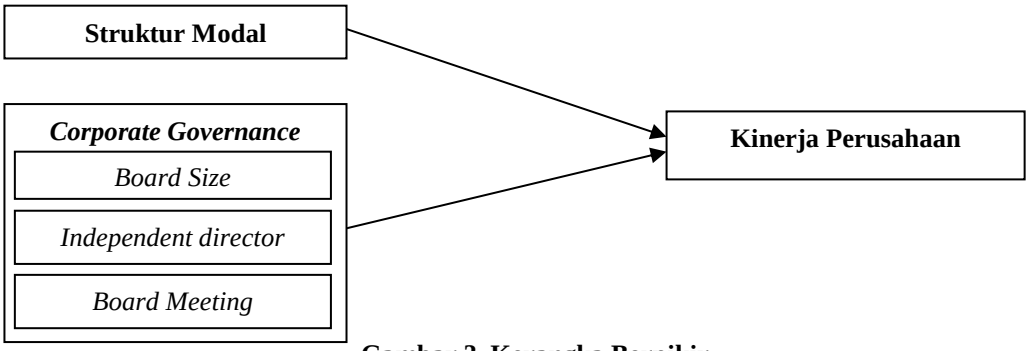
Independent director memiliki tugas mengawasi yaitu memantau aktivitas eksekutif dengan tujuan untuk mendorong eksekutif untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan keuntungan bagi pemilik (Bhagat & Black, 2002). *Independent director* memiliki peran utama dalam memastikan bahwa hak-hak pemegang saham dilindungi dengan mencegah masalah keagenan. Dengan demikian, pengetahuan dan keahlian yang dimiliki oleh *independent director* membantu dewan untuk bekerja secara efektif (Haji & Ghazali, 2013; Taktak & Mbarki, 2014). Penelitian Rouf (2011) dan Lei & Song (2012) juga menunjukkan bahwa *independent director* adalah komponen penting dalam *corporate governance* untuk meningkatkan kinerja. Penelitian ini berhipotesis bahwa:

H2.b: *Independent director* berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan sub sektor makanan, minuman, dan farmasi di Indonesia.

Board meeting adalah rapat yang menunjukkan adanya pengawasan terhadap manajemen. Dalam rapat tersebut dewan komisaris akan membicarakan kinerja dewan direksi. Semakin banyak *board meeting* dapat meminimalkan *agency conflict* karena hubungan dewan direksi dan dewan komisaris dapat berjalan dengan baik (Finkelstein & Boyd, 1998). *Board meeting* juga menjadi wadah bagi direksi untuk mengevaluasi dan mengembangkan strategi, serta kinerja manajemen (Vafeas, 1999). Akan tetapi, frekuensi *board meeting* yang tinggi akan mengakibatkan biaya yang cukup besar. Biaya yang muncul antara lain akomodasi

direksi dan biaya lainnya dalam rapat. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Ntim & Osei (2011) ditemukan pengaruh positif *board meeting* terhadap Kinerja perusahaan. Hal ini dikarenakan frekuensi *board meeting* menunjukkan adanya monitoring yang meningkatkan nilai perusahaan. Sedangkan, penelitian oleh Vafeas (1999) dan Brenes, Madrigal, & Requena (2011) memberikan hasil bahwa frekuensi *board meeting* yang tinggi menunjukkan bahwa direksi memberikan respon terhadap kinerja perusahaan yang buruk. Penelitian ini berhipotesis bahwa:

H2.c: *Board meeting* berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan sub sektor makanan, minuman, dan farmasi di Indonesia.



Gambar 3. Kerangka Berpikir

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan jenis penelitian asosiatif untuk menguji pengaruh atau hubungan antara dua variabel atau lebih (Siregar, 2017). Penelitian ini ingin menguji pengaruh struktur modal dan *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan pada sub sektor makanan, minuman, dan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2015 hingga 2020.

Populasi dalam penelitian ini adalah 43 perusahaan terbuka sub sektor makanan, minuman, dan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Metode pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* yaitu metode penentuan sampel berdasarkan kriteria dan pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2008). Kriteria pemilihan sampel pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

a. Perusahaan sub sektor makanan, minuman, dan farmasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2015-2020.
b. Perusahaan sub sektor makanan, minuman, dan farmasi yang mempublikasikan laporan keuangan secara lengkap melalui *official website* perusahaan atau *official website* Bursa Efek Indonesia (BEI).
c. Perusahaan sub sektor makanan, minuman, dan farmasi dengan nilai DER dan ROA positif.

Jenis data pada penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang diperoleh melalui sumber data yang berupa data numerik atau secara tidak langsung (Sugiyono, 2013). Penelitian ini membutuhkan data berupa total utang, laba bersih, total aset, jumlah dewan direksi dan komisaris, jumlah rapat dewan direksi dan komisaris yang diperoleh melalui *annual report* yang diperoleh dari *official website* perusahaan atau Bursa Efek Indonesia (BEI). Metode dokumentasi dan studi kepustakaan digunakan sebagai teknik mengumpulkan data. Bentuk dokumentasi ada berbagai macam yaitu tulisan, gambar atau karya-karya seseorang. Studi kepustakaan dapat diperoleh melalui buku dan jurnal (Sugiyono, 2013).

Pengujian hipotesa pada penelitian ini memakai model regresi data panel, yaitu jenis data gabungan dari data *time series* dan *cross section*. Dalam model regresi data panel, terdapat tiga pendekatan untuk mengestimasi, yaitu *common effect model*, *fixed effect model*, dan *random effect model*. Oleh sebab itu, untuk memilih model terbaik terdapat dua metode pengujian yaitu, *chow test* dan *hausman test*. Selanjutnya, diperlukan uji asumsi klasik di mana model perlu memenuhi syarat *best linear unbiased estimator* (BLUE). Uji asumsi klasik meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas. Pengolahan data pada penelitian ini menggunakan aplikasi Eviews 12. Persamaan regresi data panel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 DER_{it} + \beta_2 BS_{it} + \beta_3 ID_{it} + \beta_4 BM_{it} + \varepsilon_{it}$$

di mana ROA_{it} merupakan *return on asset*, DER_{it} merupakan d*ebt to equity ratio*, BS_{it} merupakan *board size*, ID_{it} merupakan *independent director*, BM_{it} merupakan *board meeting*, dan ε_{it} merupakan *error*.

Definisi untuk tiap variabel dijelaskan pada Tabel 1.

Tabel 1. Definisi Variabel

Variabel	Definisi
Variabel dependen: Kinerja perusahaan	
Return on assets (ROA)	*Net income* / *Total asset*
Variabel independen: Struktur Modal	
Debt to equity ratio (DER)	*Total debt* / *Total equity*
Variabel independen: *Corporate governance*	
Board size (BS)	Jumlah dewan komisaris dan direksi
Independent director (ID)	Jumlah direktur independen
Board meeting (BM)	Jumlah rapat dewan komisaris dan direksi selama setahun

HASIL DAN PEMBAHASAN

Populasi dalam penelitian ini adalah 43 perusahaan yang terdiri dari 32 perusahaan sub sektor makanan dan minuman serta 11 perusahaan sub sektor farmasi. Berdasarkan kriteria seleksi, sampel pada penelitian ini adalah 22 perusahaan yang terdiri dari 15 perusahaan sub sektor makanan dan minuman serta 7 perusahaan sub sektor farmasi. Penelitian dilakukan selama periode 6 (enam) tahun, sehingga jumlah observasi penelitian adalah 132 objek observasi. Akan tetapi, data yang digunakan adalah 115 objek observasi sebab terdapat data yang tidak diikutsertakan seperti DER dan ROA yang bernilai negatif.

Statistik Deskriptif

Hasil statistik deskriptif pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 2. Analisa Statistik Deskriptif

Variable	*Mean*	*Median*	*Maximum*	*Minimum*	*Std. Dev.*
ROA	0,1253	0,0989	0,9209	0,0000	0,1331
DER	0,9673	0,8386	6,3046	0,0761	0,8886
BS	9,4348	8	18	4	3,2690
ID	0,7478	1	2	0	0,5900
BM	5,9043	5	13	1	3,4258

Sumber: data olah, 2022

Pada observasi penelitian ini, nilai rata-rata ROA adalah 0,1253 atau 12,53%. Jauh lebih tinggi dibandingkan rata-rata, nilai maksimum ROA pada data

penelitian, yaitu mencapai 0,9209 atau 92,09%. Sedangkan, nilai minimum ROA hanya sebesar 0,0000. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat perusahaan yang memiliki kinerja di atas rata-rata dan masih terdapat perusahaan yang memiliki kinerja yang perlu ditingkatkan.

Pada penelitian ini variabel independen struktur modal diukur menggunakan indikator DER. Nilai rata-rata DER di bawah 1 (satu) atau sebesar 0,9673. Hal ini menunjukkan bahwa komposisi utang lebih rendah dibandingkan ekuitasnya. Pada data observasi, PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk (BTEK) memiliki DER tertinggi yaitu sebesar 6,3046 pada tahun 2015 yang menunjukkan bahwa struktur modal didominasi oleh utang. Sebaliknya, PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk (SIDO) memiliki komposisi utang yang lebih rendah dibandingkan ekuitas, ditunjukkan oleh nilai DER sebesar 0,0761.

Variabel independen *corporate governance* pada penelitian ini terdiri atas *board size* (BS), *independent director* (ID), dan *board meeting* (BM). Secara rata-rata, perusahaan sampel memiliki BS atau jumlah dewan (komisaris dan direksi) sekitar 9-10 orang. Sebagian besar perusahaan memiliki 1 (satu) orang ID, dan ada juga perusahaan yang tidak memiliki ID. Pada penelitian ini, rata-rata BM adalah 5-6 kali dalam setahun. Melebihi nilai rata-rata tersebut, PT Kimia Farma Tbk. (KAEF) mengadakan BM sebanyak 12-13 kali dalam setahun. Sedangkan, perusahaan farmasi PT Darya-Varia Laboratoria Tbk. (DVLA) hanya mengadakan BM sebanyak 1-4 kali dalam setahun.

Uji Asumsi Klasik

Berdasarkan hasil *chow test* dan *hausman test*, model yang lebih tepat digunakan adalah *common effects model*, sehingga menggunakan metode *ordinary least square* (OLS). Setelah melakukan pemilihan model terbaik, dilakukan uji asumsi klasik, yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas. Namun, pada penelitian ini pengujian autokorelasi tidak diperlukan, sebab autokorelasi terjadi pada data bersifat *time* series, sedangkan data panel lebih dekat ke sifat data *cross-section* dibandingkan *time series* (Gujarati & Porter, 2009).

Pada uji normalitas, hasil pengujian *probability Jarque-Bera* adalah 0,0000 yang kurang dari $\alpha = 5\%$, maka tolak H_0 yang artinya data tidak berdistribusi normal. Oleh karena itu, data *outlier* dikeluarkan dari 115 objek observasi menjadi 108 objek observasi, sehingga data berdistribusi normal. Dikarenakan terjadi perubahan data observasi, maka dilakukan *chow test* dan *hausman test* untuk memastikan model yang tepat untuk digunakan. Hasilnya, model yang lebih tepat untuk digunakan adalah *random effects model*. Hasil uji multikolinearitas terdapat pada Tabel 3 yang menunjukkan korelasi di antara variabel independen kurang dari 0.8 sehingga gagal tolak H_0 yang artinya tidak terdapat masalah multikolinearitas.

Tabel 3. Uji Multikolinearitas

	ROA	DER	BS	ID	BM
ROA	1	0,2652	-0,1314	-0,3064	0,0286
DER	0,2652	1	-0,0643	-0,3438	0,2386
BS	-0,1314	-0,0643	1	0,0728	-0,2032
ID	-0,3064	-0,3438	0,0728	1	-0,2017
BM	0,0286	0,2386	-0,2032	-0,2017	1

Sumber: data olah, 2022

Selanjutnya, uji heteroskedastisitas ditampilkan pada Tabel 4 sebagai berikut:

Tabel 4. Uji Heteroskedastisitas

Variable	*Probability*
DER	0,7888
BS	0,9282
ID	0,1743
BM	0,3518

Sumber: data olah, 2022

Dari tabel di atas, *p-value* DER, BS, ID, dan BM lebih dari α = 5%, sehingga gagal tolak H_0 artinya tidak terdapat heteroskedastisitas atau data bersifat homoskedastis. Dengan demikian, model regresi data panel telah memenuhi syarat *best linear unbiased estimator* (BLUE) dikarenakan tidak diterdapat masalah dalam uji asumsi klasik.

Hasil Regresi Data Panel

Berdasarkan *hausman test*, regresi data panel akan menggunakan *random effects model* dengan persamaan sebagai berikut:

ROA = 0,1346 + 0,0154 DER – 0,0022 BS - 0,0293 ID - 0,0018 BM yang dapat dilihat pada Tabel 5.

Tabel 5. Hasil Regresi Data Panel

Variable	*Coefficient*	*Std. Error*	*t-Statistic*	*Prob.*
C	0,1346	0,0266	5,0616	0,0000***
DER	0,0154	0,0069	2,2186	0,0287**
BS	-0,0022	0,0019	-1,1135	0,2681
ID	-0,0293	0,0106	-2,7552	0,0069***
BM	-0,0018	0,0019	-0,9227	0,3583
F-statistic	4,6318			
Prob (F-statistic)	0,0018			

Keterangan: ***p<0,01; **p<0,05; *p<0,1

Sumber: data olah, 2022

Tabel 5 menunjukkan bahwa struktur modal (DER) memiliki pengaruh positif signifikan secara parsial terhadap kinerja perusahaan (ROA) pada tingkat signifikansi 5%, yang berarti peningkatan pada DER akan meningkatkan ROA. Hal ini menunjukkan bahwa utang yang dikelola dengan baik akan meningkatkan kinerja perusahaan. Dengan membayar bunga atas utang, perusahaan mendapat manfaat penghematan pajak (*tax shield*). Berdasarkan *trade off theory* yang dikemukakan oleh Kraus & Litzenberger (1973), perusahaan perlu memperhatikan keseimbangan antara beban bunga dan penghematan pajak yang dapat diperoleh dengan berutang. Hasil penelitian ini sejalan dengan penemuan dari Margaritis & Psillaki (2010).

Variabel *corporate governance* yaitu *independent director* (ID) berpengaruh negatif signifikan secara parsial terhadap ROA. Hubungan negatif menunjukkan bahwa peningkatan jumlah *independent director* (ID) akan menurunkan ROA. Kehadiran *independent director* dapat menimbulkan biaya bagi perusahaan. Hal ini sejalan dengan peraturan di Indonesia bahwa kehadiran *independent director* tidak diwajibkan dalam struktur organisasi perusahaan publik di Indonesia, dan peran pengawasan secara independen dijalankan oleh *independent commissioner* (Kurniawan, 2018).

Sedangkan, *board size* (BS) dan *board meeting* (BM) berpengaruh negatif tidak signifikan secara parsial terhadap ROA. Meskipun memiliki pengaruh yang

tidak signifikan, beberapa penelitian terdahulu menunjukkan pengaruh negatif *board size* (BS) terhadap kinerja perusahaan (Makhlouf, Laili, Basah, & Ramli, 2017; Al Farooque, Buachoom, & Sun, 2019) dikarenakan jumlah dewan yang berlebihan akan mempersulit komunikasi dan pengambilan keputusan ketika mengawasi aktivitas pihak eksekutif. Selain itu, koefisien negatif *board meeting* (BM) menunjukkan kecenderungan bahwa peningkatan jumlah rapat akan menurunkan ROA, dikarenakan terdapat biaya yang dibebankan untuk mengadakan rapat. Penelitian oleh Vafeas (1999) dan Brenes, Madrigal, & Requena (2011) memberikan hasil bahwa frekuensi *board meeting* yang tinggi merupakan suatu bentuk respon direksi terhadap kinerja perusahaan yang buruk.

Uji F menunjukkan pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen. Pada hasil pengujian, *probability F-statistic* 0.0018 kurang dari $\alpha = 5\%$, maka tolak H_0, artinya variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Dengan demikian, DER, BS, ID, dan BM berpengaruh signifikan secara bersama-sama terhadap kinerja perusahaan (ROA).

SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan, maka dapat diambil kesimpulan bahwa peningkatan struktur modal (DER) akan meningkatkan kinerja perusahaan (ROA). Hal ini menunjukkan bahwa pendanaan perusahaan bersumber dari utang akan lebih menguntungkan perusahaan. Sedangkan, diperlukan efisiensi praktik *corporate governance* (*board size*, *independent director*, *board meeting*) untuk meningkatkan kinerja perusahaan (ROA). Di lain sisi, pengaruh *board size* dan *board meeting* pada perusahaan tidak signifikan terhadap kinerja perusahaan (ROA), disebabkan oleh data ukuran dewan komisaris dan direksi berserta jumlah rapat yang dilaksanakan oleh perusahaan setiap tahun cenderung konstan (tidak mengalami perubahan setiap tahunnya).

Objek pada penelitian ini dispesifikkan pada perusahaan sub sektor makanan, minuman, dan farmasi, sehingga peneliti selanjutnya dapat melakukan pengujian pada perusahaan sektor lainnya. Selain itu, penelitian ini hanya menggunakan satu indikator dari struktur modal dan tiga proksi *corporate governance*, sehingga peneliti selanjutnya dapat menggunakan indikator pengukuran lainnya.

REFERENSI

Ahmed, N., & Afza, T. (2019). Capital structure, competitive intensity and firm performance: Evidence from Pakistan. *Journal of Advances in Management Research*, *16*(5), 796–813. https://doi.org/10.1108/JAMR-02-2019-0018

Ahmed Sheikh, N., & Wang, Z. (2013). The impact of capital structure on performance: An empirical study of non-financial listed firms in Pakistan. *International Journal of Commerce and Management*, *23*(4), 354–368. https://doi.org/10.1108/IJCoMA-11-2011-0034

Al Farooque, O., Buachoom, W., & Sun, L. (2019). Board, audit committee, ownership and financial performance – emerging trends from Thailand. *Pacific Accounting Review*, *32*(1), 54–81. https://doi.org/10.1108/PAR-10-2018-0079

Azanella, L. A. (2021). Setahun lalu Wuhan lockdown 11 juta warga selama 76 hari,

begini kondisinya saat ini... *Kompas.Com*. Retrieved from https://www.kompas.com/tren/read/2021/01/23/110000065/setahun-lalu-wuhan-lockdown-11-juta-warga-selama-76-hari-begini-kondisinya?page=all

Brenes, E. R., Madrigal, K., & Requena, B. (2011). Corporate governance and family business performance. *Journal of Business Research*, *64*(3), 280–285. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2009.11.013

Budiyanti, E. (2020). Dampak virus corona terhadap sektor perdagangan dan pariwisata Indonesia. *Pusat Penelitian Badan Keahlian DPR RI*, *XII*(4), 6.

Chandra, T., Junaedi, A. T., Wijaya, E., Suharti, S., Mimelientesa, I., & Ng, M. (2019). The effect of capital structure on profitability and stock returns: Empirical analysis of firms listed in Kompas 100. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, *12*(2), 74–89. https://doi.org/10.1108/JCEFTS-11-2018-0042

COVID-19, W. R. P. (2021). Peta sebaran. Retrieved March 2, 2022, from Covid19.go.id website: https://covid19.go.id/peta-sebaran

Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, *16*(1), 49–64. https://doi.org/10.1177/031289629101600103

Finkelstein, S., & Boyd, B. K. (1998). How much does the ceo matter? The role of managerial discretion in the setting of ceo compensation. *Academy of Management Journal*, *41*(2), 179–199. https://doi.org/10.2307/257101

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics* (5th ed). Boston: McGraw-Hill Irwin.

Jensen, C., & Meckling, H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, *3*(4), 305–360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

Kaihatu, T. S. (2006). *Good corporate governance dan penerapannya di Indonesia*. 9. https://doi.org/10.9744/jmk.8.1.pp.%201-9

Khan, H. (2011). A Literature Review of Corporate Governance. *International Conference on E-Business, Management and Economics IPEDR*, *25*, 5.

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preferance model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, *28*(4), 911–922. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x

Kurniawan, W. (2018, December 28). OJK restui penghapusan kewajiban punya jabatan direktur independen. *Kontan.Co.Id*. Retrieved from https://investasi.kontan.co.id/news/ojk-restui-penghapusan-kewajiban-punya-jabatan-direktur-independen

Makhlouf, M. H., Laili, N. H. B., & Basah, M. Y. A. (2014). *Board of directors characteristics and firms performance among Jordanian firms: Proposing conceptual framework*. *2*(1), 7.

Makhlouf, M. H., Laili, N. H., Basah, M. Y. A., & Ramli, N. A. (2017). Board of directors' effectiveness and firm performance: Evidence from Jordan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 13.

Mangesti Rahayu, S., Suhadak, & Saifi, M. (2019). The reciprocal relationship between profitability and capital structure and its impacts on the corporate values of manufacturing companies in Indonesia. *International Journal of Productivity and Performance Management*, *69*(2), 236–251. https://doi.org/10.1108/IJPPM-05-2018-0196

Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, *34*(3), 621–632. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.023

Momani, M. A. (2016). The Ability of Traditional and Modern Performance Indicators in Interpreting the Phenomenon of Earnings Management: Evidence Manufacturing Firms in Amman Stock Exchange. *Asian Journal of Finance & Accounting*, *8*(1), 77. https://doi.org/10.5296/ajfa.v8i1.8943

Muamar, Y. (2018). Pertumbuhan industri barang konsumsi dinilai melambat. *CNBC Indonesia*. Retrieved from https://www.cnbcindonesia.com/market/20181019191302-17-38252/pertumbuhan-industri-barang-konsumsi-dinilai-melambat

Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, *39*(3), 574–592. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x

Nurhaliza, S. (2020, November 17). Sembilan sektor paling parah kena dampak, no.2 rugi hingga usd812 juta. *IDX Channel*. Retrieved from https://www.idxchannel.com/infografis/sembilan-sektor-paling-parah-kena-dampak-no2-rugi-hingga-usd812-juta

Nurhaliza, S. (2021). Pyridam Farma pasang target pertumbuhan 50 persen di 2021. *IDX Channel*. Retrieved from https://www.idxchannel.com/economics/pyridam-farma-pasang-target-pertumbuhan-50-persen-di-2021

Puni, A., & Anlesinya, A. (2020). Corporate governance mechanisms and firm performance in a developing country. *International Journal of Law and Management*, *62*(2), 147–169. https://doi.org/10.1108/IJLMA-03-2019-0076

Ramli, R. R. (2021, April 22). Ini 10 negara dengan perekonomian terbesar, sebelum dan sesudah pandemi Covid-19. *Kompas.Com*. Retrieved from https://money.kompas.com/read/2021/04/22/065100826/ini-10-negara-dengan-perekonomian-terbesar-sebelum-dan-sesudah-pandemi-covid?page=all

Riyanto, B. (2008). *Dasar-dasar pembelajaran perusahaan*. Yogyakarta: BPFE.

Santoso, Y. I. (2021). Cara Ditjen Pajak berburu penerimaan di sektor mamin, farmasi dan alat kesehatan. *Kontan.Co.Id*. Retrieved from https://nasional.kontan.co.id/news/cara-ditjen-pajak-berburu-penerimaan-di-sektor-mamin-farmasi-dan-alat-kesehatan?page=1

Suryahadi, A. (2020). Sektor barang konsumsi jadi jawara sejak awal tahun, simak rekomendasi analis berikut. *Kontan.Co.Id*. Retrieved from https://investasi.kontan.co.id/news/sektor-barang-konsumsi-jadi-jawara-sejak-awal-tahun-simak-rekomendasi-analis-berikut-1

Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, *53*(1), 113–142. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00018-5

Wang, Z. (2013). The impact of capital structure on performance: An empirical study of non-financial listed firms in Pakistan. *International Journal of Commerce and Management*, *23*(4), 354–368. https://doi.org/10.1108/IJCoMA-11-2011-0034