

Hubungan Struktur Modal, Biaya Modal, dan Kinerja Keuangan: Sebuah Tinjauan Konseptual dalam Perspektif Teori Keuangan Modern

Rizka Noristaman¹, Sri Maria Ulfha²

¹Fakultas Ekonomi Universitas Sali Al-Aitam, Indonesia

²Fakultas Ekonomi Universitas Mandiri, Indonesia

E-mail: r.noristaman@gmail.com¹, srimaraulfha10@universitasmandiri.ac.id²

Article History:

Received: 20 Februari 2026

Revised: 02 Maret 2026

Accepted: 09 Maret 2026

Keywords: Struktur Modal, Biaya Modal, WACC, Kinerja Keuangan, Trade-off Theory, Pecking Order Theory

Abstract: Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji secara konseptual hubungan antara struktur modal, biaya modal (*Weighted Average Cost of Capital/WACC*), dan kinerja keuangan perusahaan dalam perspektif teori keuangan modern. Penelitian menggunakan pendekatan kualitatif melalui studi literatur terhadap jurnal internasional dan nasional serta buku referensi yang relevan, dengan fokus pada publikasi periode 2016–2025. Analisis dilakukan melalui sintesis dan integrasi teori *Trade-Off Theory* dan *Pecking Order Theory* serta temuan empiris terkait struktur modal dan profitabilitas. Hasil kajian menunjukkan bahwa struktur modal memengaruhi biaya modal melalui perubahan tingkat risiko dan manfaat pajak, yang selanjutnya berdampak pada kinerja keuangan perusahaan. Biaya modal berperan sebagai variabel intervening yang menjembatani hubungan antara keputusan pendanaan dan profitabilitas perusahaan. Hubungan tersebut bersifat dinamis dan kontekstual, khususnya pada perusahaan di negara berkembang. Penelitian ini memberikan kontribusi teoretis melalui pengembangan model konseptual integratif serta implikasi praktis bagi manajemen dalam merumuskan kebijakan pendanaan yang lebih optimal dan berkelanjutan.

PENDAHULUAN

Dalam dinamika persaingan bisnis yang semakin kompleks, perusahaan dituntut untuk mengelola sumber daya keuangan secara optimal guna menjaga keberlanjutan usaha dan meningkatkan nilai perusahaan. Salah satu keputusan strategis yang memiliki implikasi jangka panjang adalah keputusan struktur modal, yaitu komposisi pendanaan yang berasal dari utang dan ekuitas. Proporsi pendanaan tersebut tidak hanya memengaruhi tingkat risiko perusahaan, tetapi juga berdampak langsung pada biaya modal dan kinerja keuangan perusahaan (Maelani et al., 2025).

Secara teoretis, struktur modal telah lama menjadi perdebatan dalam literatur keuangan modern. Teori Modigliani dan Miller menyatakan bahwa dalam pasar sempurna, struktur modal

tidak memengaruhi nilai perusahaan. Namun, ketika faktor pajak, biaya kebangkrutan, dan asimetri informasi diperhitungkan, muncul Trade-Off Theory dan Pecking Order Theory yang menjelaskan bahwa keputusan pendanaan memiliki konsekuensi terhadap nilai dan profitabilitas perusahaan. Studi literatur mutakhir menunjukkan bahwa kedua teori tersebut tetap relevan dalam menjelaskan perilaku pendanaan perusahaan, meskipun penerapannya bersifat kontekstual dan dinamis (Agyei et al., 2020).

Dalam konteks Indonesia, urgensi pembahasan struktur modal semakin menguat seiring perkembangan pasar modal nasional. Data OJK menunjukkan peningkatan jumlah perusahaan tercatat dan penguatan regulasi pelaporan keuangan melalui POJK No. 14/POJK.04/2022, yang mencerminkan komitmen regulator dalam menjaga transparansi dan stabilitas sistem keuangan (OJK, 2023). Di sektor perbankan, rasio kecukupan modal (CAR) yang berada di atas ketentuan minimum serta stabilitas indikator profitabilitas seperti ROA memperlihatkan pentingnya pengelolaan struktur permodalan terhadap kinerja dan ketahanan institusi keuangan.

Biaya modal (*cost of capital*), yang diukur melalui *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), berperan sebagai penghubung antara struktur modal dan kinerja perusahaan. Peningkatan utang dapat memberikan manfaat pajak yang menurunkan WACC, namun secara bersamaan meningkatkan risiko finansial dan biaya ekuitas. Trade-Off Theory menekankan pentingnya keseimbangan antara manfaat pajak dan biaya distress, sedangkan pendekatan Pecking Order menjelaskan preferensi penggunaan dana internal sebelum mengakses modal eksternal (Nguyen & Nguyen, 2020).

Berbagai penelitian empiris internasional menunjukkan hasil yang beragam mengenai pengaruh leverage terhadap profitabilitas. Dalam beberapa studi, leverage berpengaruh negatif terhadap kinerja akibat meningkatnya beban bunga dan risiko, sementara pada kondisi tertentu leverage yang terkelola dengan baik dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui efek financial leverage (Nguyen & Nguyen, 2020; Vo & Ellis, 2017). Di Indonesia, penelitian mengenai faktor internal perusahaan juga menunjukkan bahwa struktur modal, likuiditas, dan ukuran perusahaan memiliki hubungan dengan profitabilitas, meskipun pengaruhnya bergantung pada karakteristik industri dan kondisi perusahaan (Radiyah et al., 2024; Ulfha et al., 2024).

Berdasarkan dinamika tersebut, diperlukan kajian konseptual yang mengintegrasikan teori keuangan modern dan temuan empiris terkini untuk menjelaskan secara sistematis hubungan antara struktur modal, biaya modal, dan kinerja keuangan. Integrasi antara Trade-Off Theory, Pecking Order Theory, serta konsep WACC diharapkan mampu memberikan kerangka pemahaman yang lebih komprehensif dan relevan bagi praktik manajemen keuangan di negara berkembang.

LANDASAN TEORI

1. Struktur Modal dan Perspektif Teoretis

Struktur modal adalah keputusan strategis oleh perusahaan dalam memutuskan untuk menggunakan persentase utang versus ekuitas untuk mendanai operasi dan investasi perusahaan. Perusahaan kemudian akan memiliki dampak signifikan pada risiko, biaya modal, dan nilai serta kinerja keuangan perusahaan. Menurut literatur keuangan saat ini, struktur modal diakui melalui berbagai perspektif teoretis, yang menggambarkan bagaimana perusahaan memilih kombinasi opsi pembiayaan yang paling sesuai menurut karakteristik dan kondisi lingkungan mereka (Hery, 2023). Dalam praktiknya, hubungan antara struktur modal dan kinerja perusahaan ditemukan signifikan dari perspektif empiris, tetapi pengaruhnya bervariasi menurut industri dan negara (Nguyen & Nguyen, 2020). Di

Indonesia, pengaruh faktor internal perusahaan (struktur modal) pada tingkat perusahaan ditemukan mempengaruhi kinerja pasar seperti Price Earnings Ratio (Ulfha et al., 2024).

2. Trade-Off Theory

Menurut Teori Trade-Off, perusahaan berusaha mencapai struktur modal yang optimal dengan mempertimbangkan keuntungan pajak dari penggunaan utang dan biaya kebangkrutan atau kesulitan keuangan. Penggunaan utang menawarkan perlindungan pajak yang dapat mengurangi biaya modal; di sisi lain, leverage yang berlebihan menyebabkan peningkatan risiko dan biaya agensi (Brigham & Houston, 2017). Studi empiris oleh Bolarinwa & Adegboye (2021) mengungkapkan bahwa leverage memiliki efek pada profitabilitas negara berkembang, meskipun efeknya tergantung pada struktur aset dan stabilitas arus kas entitas. Hasil ini menunjukkan bahwa Teori Trade-Off tetap signifikan dalam menjelaskan transaksi pendanaan perusahaan dalam konteks pasar berkembang.

3. Pecking Order Theory

Teori Pecking Order berkaitan dengan asimetri informasi antara eksekutif puncak dan investor. Menurut teori ini, perusahaan lebih memilih pendanaan internal daripada pendanaan eksternal, dan mereka lebih memilih utang daripada menerbitkan saham baru. Dalam konteks ini, target rasio ideal struktur modal tidak mempengaruhi struktur modal; struktur modal diputuskan oleh kebutuhan pendanaan dan keberadaan sumber keuangan internal (Hanafi, 2016). Menurut penelitian internasional, negara berkembang mengikuti pendekatan Pecking Order untuk area aktivitas yang lebih atau kurang umum dalam pembiayaan proyek (Nguyen & Nguyen, 2020).

4. Biaya Modal (*Cost of Capital*) dan WACC

Biaya Modal dan WACC Ini adalah pengembalian minimum bagi investor atas dana yang diinvestasikan. Dalam praktiknya, biaya modal didefinisikan dalam istilah WACC, yang didefinisikan sebagai rata-rata tertimbang antara biaya utang dan biaya ekuitas (Brigham & Houston, 2017). Dampak perubahan struktur modal pada WACC terjadi melalui dua jalur. Pertama, peningkatan utang mengurangi biaya modal karena keuntungan pajak. Kedua, leverage yang lebih tinggi meningkatkan risiko keuangan dan akibatnya biaya ekuitas. Oleh karena itu, biaya modal adalah variabel intervening antara struktur modal dan kinerja perusahaan (Bolarinwa & Adegboye, 2021)

5. Kinerja Keuangan Perusahaan

Kinerja keuangan paling umum dievaluasi menggunakan rasio profitabilitas *Return on Assets* (ROA) dan *Return on Equity* (ROE). ROA menunjukkan efisiensi penggunaan aset, sedangkan ROE mencerminkan tingkat pengembalian bagi investor (Kasmir, 2019). Hubungan struktur modal dan likuiditas memiliki korelasi dengan profitabilitas di Indonesia meskipun hubungan tersebut bervariasi menurut sektor industri (Radiyah et al., 2024). Berdasarkan studi internasional, leverage dapat meningkatkan kinerja (atau juga penurunan) tergantung pada tingkat risiko dan kondisi ekonomi (Nguyen & Nguyen, 2020).

6. Sintesis Literatur

Dampak struktur modal terhadap kinerja keuangan bersifat dinamis dan kontekstual, berdasarkan studi teoritis dan temuan empiris. Teori Trade-Off dan Teori Pecking Order menawarkan dua mekanisme yang kontras untuk menjelaskan pilihan pendanaan perusahaan, tetapi kontribusi mereka saling melengkapi. Studi di Indonesia dan internasional telah menunjukkan bahwa biaya modal, yaitu WACC, memiliki hubungan yang signifikan dan positif terhadap struktur modal dan kinerja perusahaan. Namun, sedikit karya konseptual yang benar-benar mengadopsi struktur modal, biaya modal, dan kinerja keuangan untuk

pemodelan, yang tidak termasuk dalam seluruh model dalam perspektif pengembangan model tunggal. Itulah mengapa kita memerlukan pendekatan berbasis model yang menghubungkan teori dan temuan empiris untuk memberikan pemahaman yang lebih sistematis tentang mekanisme hubungan antara struktur modal, biaya modal, dan kinerja keuangan perusahaan.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif dengan metode studi literatur (*literature review*) yang bersifat konseptual. Penelitian bertujuan mengkaji dan mengintegrasikan berbagai teori serta temuan empiris terkait hubungan antara struktur modal, biaya modal (Weighted Average Cost of Capital/WACC), dan kinerja keuangan perusahaan dalam perspektif teori keuangan modern. Sumber data yang digunakan merupakan data sekunder yang diperoleh dari jurnal internasional bereputasi dan open access, jurnal nasional Indonesia, serta buku teks manajemen keuangan yang relevan. Literatur yang diprioritaskan adalah publikasi periode 2016–2025 untuk menjaga aktualitas kajian, tanpa mengabaikan teori dasar yang menjadi fondasi konseptual.

Analisis dilakukan melalui tahapan identifikasi, klasifikasi, dan sintesis literatur berdasarkan tema utama, yaitu struktur modal, biaya modal, dan kinerja keuangan. Selanjutnya dilakukan analisis deskriptif-komparatif untuk membandingkan perspektif Trade-Off Theory dan Pecking Order Theory, serta mengintegrasikan temuan empiris yang relevan. Hasil sintesis tersebut digunakan untuk merumuskan kerangka konseptual yang menjelaskan mekanisme hubungan antara struktur modal, biaya modal, dan kinerja keuangan perusahaan, sekaligus mengidentifikasi kesenjangan penelitian yang masih terbuka untuk pengembangan studi di masa mendatang.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Struktur Modal dan Biaya Modal: Hubungan yang Saling Mempengaruhi

Berdasarkan sintesis literatur yang telah dikaji, keputusan struktur modal tidak dapat dilepaskan dari konsekuensinya terhadap biaya modal perusahaan. Ketika perusahaan meningkatkan proporsi utang dalam struktur pendanaannya, terdapat dua efek yang muncul secara bersamaan. Di satu sisi, penggunaan utang memberikan manfaat pajak (*tax shield*) karena beban bunga dapat mengurangi penghasilan kena pajak. Hal ini berpotensi menurunkan Weighted Average Cost of Capital (WACC) dan meningkatkan efisiensi pendanaan. Namun di sisi lain, peningkatan utang juga meningkatkan risiko finansial, sehingga investor menuntut tingkat pengembalian yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas risiko tersebut (Bolarinwa & Adegboye, 2021; Brigham & Houston, 2017).

Temuan empiris dari berbagai negara berkembang menunjukkan bahwa pengaruh leverage terhadap biaya modal dan profitabilitas tidak bersifat linear. Pada tingkat tertentu, leverage dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Akan tetapi, ketika proporsi utang terlalu tinggi, biaya finansial dan risiko kebangkrutan justru dapat menekan profitabilitas (Nguyen & Nguyen, 2020). Dengan demikian, struktur modal berfungsi sebagai faktor penentu yang secara langsung memengaruhi tingkat biaya modal dan secara tidak langsung berdampak pada kinerja Perusahaan.

Integrasi Trade-Off Theory dan Pecking Order Theory

Dari sudut pandang teori, Trade-Off Theory dan Pecking Order Theory memberikan dua perspektif yang berbeda namun saling melengkapi dalam menjelaskan keputusan struktur modal. Trade-Off Theory menekankan pentingnya keseimbangan antara manfaat pajak dan biaya distress

keuangan, sehingga perusahaan diasumsikan mencari tingkat leverage yang optimal. Dalam praktiknya, perusahaan dengan arus kas yang relatif stabil cenderung lebih berani menggunakan utang karena risiko kebangkrutan dapat dikendalikan (Pinillos et al., 2025).

Sebaliknya, Pecking Order Theory melihat keputusan pendanaan sebagai proses bertahap yang didorong oleh ketersediaan dana internal. Perusahaan umumnya lebih memilih menggunakan laba ditahan sebelum mengajukan utang atau menerbitkan saham baru. Pola ini sering ditemukan pada perusahaan di negara berkembang, di mana akses terhadap pasar modal belum sepenuhnya efisien dan asimetri informasi relatif tinggi (Hanafi, 2016; Nguyen & Nguyen, 2020).

Dalam konteks Indonesia, keputusan pendanaan perusahaan juga dipengaruhi oleh faktor internal seperti profitabilitas dan ukuran perusahaan. Hal ini tercermin dalam penelitian yang menunjukkan bahwa variabel internal berperan dalam menentukan kinerja pasar maupun profitabilitas perusahaan (Radiyah et al., 2024; Ulfha et al., 2024). Dengan demikian, kedua teori tersebut tidak perlu dipertentangkan, melainkan dapat dipahami sebagai dua pendekatan yang relevan dalam situasi dan kondisi yang berbeda.

Struktur Modal, Biaya Modal, dan Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan perusahaan, yang diukur melalui indikator seperti Return on Assets (ROA) dan Return on Equity (ROE), pada akhirnya mencerminkan efektivitas perusahaan dalam mengelola sumber daya dan risiko pendanaannya. Ketika struktur modal dikelola secara efisien sehingga mampu menjaga biaya modal pada tingkat yang optimal, perusahaan memiliki peluang lebih besar untuk meningkatkan profitabilitas.

Namun demikian, sintesis literatur menunjukkan bahwa tidak semua peningkatan leverage menghasilkan peningkatan kinerja. Dalam kondisi ekonomi yang kurang stabil atau ketika perusahaan menghadapi tekanan arus kas, beban bunga yang tinggi justru dapat mengurangi laba bersih dan menurunkan ROA maupun ROE (Bolarinwa & Adegboye, 2021). Oleh karena itu, hubungan antara struktur modal dan kinerja keuangan bersifat dinamis dan sangat bergantung pada konteks perusahaan serta lingkungan ekonominya.

Temuan ini memperkuat argumen bahwa biaya modal (WACC) berperan sebagai mekanisme penjelas yang menjembatani hubungan antara struktur modal dan kinerja keuangan. Ketika keputusan pendanaan mampu menurunkan biaya modal tanpa meningkatkan risiko secara berlebihan, maka kinerja keuangan cenderung meningkat. Sebaliknya, struktur modal yang terlalu agresif dapat meningkatkan biaya modal dan menurunkan performa perusahaan.

Model Konseptual yang Diusulkan

Berdasarkan pembahasan tersebut, dapat dirumuskan suatu model konseptual yang menempatkan biaya modal sebagai variabel intervening dalam hubungan antara struktur modal dan kinerja keuangan:

Struktur Modal → Biaya Modal (WACC) → Kinerja Keuangan (ROA/ROE)

Model ini menegaskan bahwa pengaruh struktur modal terhadap kinerja tidak selalu langsung, melainkan melalui perubahan pada biaya modal dan tingkat risiko perusahaan. Integrasi antara Trade-Off Theory dan Pecking Order Theory dalam model ini memberikan pemahaman yang lebih komprehensif mengenai bagaimana keputusan pendanaan diambil dan bagaimana dampaknya terhadap profitabilitas.

Implikasi Teoretis Dan Praktis**1. Implikasi Teoretis**

Kajian ini memberikan kontribusi teoretis dengan mengintegrasikan hubungan antara struktur modal, biaya modal (WACC), dan kinerja keuangan dalam satu kerangka konseptual yang lebih utuh. Selama ini, banyak penelitian empiris lebih menekankan pada pengaruh langsung struktur modal terhadap profitabilitas, tanpa menempatkan biaya modal sebagai mekanisme penghubung yang eksplisit. Melalui pendekatan konseptual ini, artikel menunjukkan bahwa biaya modal berperan sebagai variabel intervening yang menjelaskan bagaimana keputusan pendanaan berdampak pada kinerja perusahaan.

Selain itu, integrasi antara Trade-Off Theory dan Pecking Order Theory dalam pembahasan ini memperlihatkan bahwa kedua teori tersebut tidak bersifat saling meniadakan, melainkan dapat dipahami sebagai pendekatan yang kontekstual dan komplementer. Trade-Off Theory relevan dalam menjelaskan upaya perusahaan mencapai tingkat leverage yang optimal, sedangkan Pecking Order Theory lebih menjelaskan perilaku pendanaan yang didorong oleh asimetri informasi dan ketersediaan dana internal. Dengan demikian, artikel ini memperkaya literatur dengan menawarkan model konseptual integratif yang dapat menjadi dasar pengembangan penelitian empiris selanjutnya, khususnya di negara berkembang.

2. Implikasi Praktis

Dari sisi praktis, hasil kajian ini memberikan pemahaman bahwa keputusan struktur modal tidak seharusnya hanya berfokus pada peningkatan utang atau pencapaian rasio leverage tertentu, melainkan harus mempertimbangkan dampaknya terhadap biaya modal dan risiko perusahaan secara keseluruhan. Manajemen perlu memahami bahwa meskipun penggunaan utang dapat menurunkan biaya modal melalui manfaat pajak, peningkatan leverage yang tidak terkontrol dapat menaikkan risiko finansial dan pada akhirnya menekan profitabilitas.

Bagi investor, pemahaman mengenai hubungan antara struktur modal, biaya modal, dan kinerja keuangan dapat menjadi dasar dalam menilai kesehatan keuangan perusahaan secara lebih komprehensif. Sementara itu, bagi regulator dan pembuat kebijakan, terutama dalam konteks pasar berkembang seperti Indonesia, penting untuk menjaga stabilitas sistem keuangan melalui pengawasan struktur permodalan perusahaan agar risiko sistemik dapat diminimalkan.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengkaji secara konseptual hubungan antara struktur modal, biaya modal, dan kinerja keuangan dalam perspektif teori keuangan modern. Berdasarkan sintesis literatur, dapat disimpulkan bahwa struktur modal memiliki pengaruh terhadap biaya modal, yang selanjutnya berdampak pada kinerja keuangan perusahaan. Pengaruh tersebut bersifat dinamis dan kontekstual, tergantung pada tingkat leverage, kondisi industri, serta lingkungan ekonomi perusahaan.

Trade-Off Theory dan Pecking Order Theory memberikan dua perspektif yang saling melengkapi dalam menjelaskan keputusan pendanaan perusahaan. Integrasi kedua teori tersebut, dengan menempatkan biaya modal sebagai variabel penghubung, menghasilkan model konseptual yang lebih komprehensif dalam memahami hubungan antara keputusan pendanaan dan kinerja perusahaan. Model ini diharapkan dapat menjadi dasar bagi penelitian empiris

selanjutnya serta memberikan manfaat praktis bagi manajemen perusahaan dalam merumuskan kebijakan struktur modal yang lebih optimal dan berkelanjutan.

DAFTAR PUSTAKA

- Agyei, J., Sun, S., & Abrokwah, E. (2020). Trade-off theory versus pecking order theory: Ghanaian evidence. *SAGE Open*. <https://doi.org/10.1177/2158244020940987>
- Bolarinwa, S. T., & Adegboye, A. A. (2021). Re-examining the determinants of capital structure in Nigeria. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 37(1), 26–60. <https://doi.org/10.1108/JEAS-06-2019-0057>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2017). *Fundamentals of financial management* (9th ed.). Cengage Learning.
- Hanafi, M. M. (2016). *Manajemen keuangan* (Edisi 1). BPFE.
- Hery. (2023). *Kajian riset akuntansi: Mengulas berbagai hasil penelitian terkini dalam bidang akuntansi dan keuangan*.
- Kasmir. (2019). *Analisis laporan keuangan*. Rajagrafindo Persada.
- Maelani, P. (2025). *Manajemen keuangan 1 (korporasi)* (Vol. 1). CV Gita Lentera.
- Nguyen, H. T., & Nguyen, A. H. (2020). The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(4), 97–105. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no4.97>
- Otoritas Jasa Keuangan. (2023). *Capital market fact book 2023*.
- Pinillos, J., Macías, H., Castrillon, L., Eslava, R., & De la Cruz, S. (2025). Analysis of the capital structure of Latin American companies in light of trade-off and pecking order theories. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(7), 399. <https://doi.org/10.3390/jrfm18070399>
- Radiyanti, R., Ulfha, S. M., & Mulyati, S. S. (2024). Analisis pengaruh struktur modal dan likuiditas terhadap profitabilitas (Studi pada industri food and beverages yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2018–2022). *Juremi: Jurnal Riset Ekonomi*, 4(2), 623–634.
- Ulfha, S. M., Surjono, W., & Djulius, H. (2024). The effect of the company's internal factors on the price earning ratio: Plantation sub sector listed on the Indonesia Stock Exchange. *Adpebi International Journal of Multidisciplinary Sciences*, 3(1), 32–43.
- Vo, X. V., & Ellis, C. (2017). An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam. *Finance Research Letters*, 22, 90–94. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.10.014>