

STRUKTUR MODAL DAN KINERJA PERUSAHAAN SEKTOR KESEHATAN

Oleh

A An Arief Jusuf¹, Irene Natalia²

¹Universitas Widya Kartika

² Universitas Surabaya

E-mail: ¹aanarief@widyakartika.ac.id, ²irenenatalia@staff.ubaya.ac.id

Article History:

Received: 24-09-2025

Revised: 28-10-2025

Accepted: 01-11-2025

Keywords:

Leverage, Size, Capital
Structure, Health Sector,
Emerging Economy.

Abstract: Capital structure policy relates to the source of a company's funds and management's efforts to maintain and improve its performance. Compared to the issuance of common stock, liabilities have interest expense consequences. This topic is important and timeless to research, tracking business dynamics over time. This study aims to examine the effect of capital structure on company performance. The sample of this study is healthcare companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2015-2024. The healthcare sector is one of the sectors that experienced an extreme surge from pre-health crisis conditions, then experienced an extreme decline to post-health crisis conditions. Unbalanced panel data testing was conducted using a fixed effect model. The results showed that leverage negatively affected the performance of healthcare companies during the same period. Additional testing showed that leverage had a negative effect on all company sizes, with the greatest negative impact felt by companies above average size (between 50% and 75%). The use of debt as a performance lever requires careful management response, taking company size into account.

PENDAHULUAN

Sumberdaya sangat dibutuhkan perusahaan untuk beroperasi. Sumberdaya tersebut berkaitan dengan struktur modal perusahaan. Kebijakan struktur modal berkaitan dengan asal sumber dana perusahaan, yaitu penggunaan utang dan ekuitas. Setiap pilihan atau kombinasi struktur modal mempunyai konsekuensi pada kinerja perusahaan. Dibandingkan penerbitan saham biasa, liabilitas memiliki konsekuensi beban bunga baik implisit dan eksplisit. Teori *trade-off* menjelaskan tentang pertukaran (*trade-off*) liabilitas-ekuitas yang dibuat oleh manajemen perusahaan,¹ namun dalam studi empiris, pengaruh *leverage* bervariasi antar pasar, industri, dan kondisi ekonomi yang berbeda.² Keputusan struktur

¹ Stewart C Myers, "Capital Structure. Journal Of Economic Perspectives—Volume 15, Number 2—Spring 2001—Pages 81–102" 15, no. 2 (2001): 81–102.

² Yogesh Shamrao Bhusari et al., "Leveraged And Unlevered Firms Capital Structure And Stock Performance: A Systematic Literature Review," *International Journal of Environmental Sciences* 11, no. 12s (2025): 700–704.

modal yang salah dapat menghancurkan kesuksesan perusahaan apapun.³ Topik ini penting untuk diteliti di emerging dengan mengikuti dinamika bisnis dari masa ke masa.

Perusahaan yang menggunakan utang berkomitmen untuk pembayaran pokok dan bunga di masa depan. Utang dapat menguntungkan *shareholders* pada saat kondisi bisnis bagus, demikian juga sebaliknya, sebab berkaitan dengan risiko bisnis (kerentanan terhadap pasang surut) dan risiko keuangan (ketidakpastian saat meminjam uang).⁴ Semakin banyak penggunaan utang oleh suatu perusahaan, maka semakin besar risiko bisnis dan risiko keuangan yang dihadapi oleh perusahaan tersebut.

Hasil penelitian terdahulu menunjukkan arah pengaruh *leverage* yang inkonsisten terhadap kinerja perusahaan (profitabilitas). *Leverage* finansial (*debt to equity*) berpengaruh positif terhadap profitabilitas (*return on equity*).^{5,6} Sementara itu, ditemukan *leverage* finansial berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan Indonesia,^{7,8} dan negara lain^{9,10,11}. Senjangan riset perlu diteliti lebih lanjut untuk memberikan perbandingan hasil.

Tantangan ekonomi membentuk hubungan struktur modal-kinerja perusahaan dalam *emerging markets*, termasuk Indonesia. Selain senjangan hasil penelitian, hasil tinjauan literatur sistematis menunjukkan kebutuhan untuk lebih banyak penelitian regional, khususnya dalam *emerging economies* yang berfokus pada variasi regional, implikasi jangka panjang dari keputusan struktur modal, dan interaksi antara tata kelola perusahaan, sentimen investor, dan stabilitas keuangan.¹² Penelitian ini berfokus pada perusahaan di emerging markets dan keputusan struktur modal jangka panjang (terwakili oleh periode penelitian yang panjang).

Berdasarkan uraian tersebut, rumusan masalah dalam penelitian ini adalah apakah *leverage* berpengaruh pada kinerja perusahaan? Selain itu, uji tambahan dilakukan untuk

³ Bharti Chaudhary, Netra Pal Singh, and Ruby Mittal, "Review of Literature on Capital Structure: Independent and Dependent Variables," *Southeast Asian Business Review* 2, no. 2 (2024): 67–90.

⁴ Scott B. Lawrence J. Gitman Michael D. Joehnk Smart, *Fundamentals of Investing*, 13 Edition. (Essex: Pearson Education Limited, 2017).

⁵ Havinda NurJannah and Nur Kholis, "Menguji Struktur Modal, Ukuran Perusahaan Dan Tata Kelola Perusahaan Terhadap Profitabilitas (Studi Empiris Pada Sub Sektor Perusahaan Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di BEI)," *Journal of Innovation Research and Knowledge* 4, no. 1 (2024): 283–296.

⁶ A. Rifana and D. Geetha, "Impact of Financial *Leverage* on Shareholders Return and Financial Performance: Evidence from Top 100 Listed Companies in National Stock Exchange," *Orissa Journal of Commerce* 43, no. 2 (2022): 126–143.

⁷ Irene Natalia and A An Arief Jusuf, "Sumber Daya Internal Perusahaan Sebagai Determinan Kinerja Keuangan," *Journal of Innovation Research and Knowledge* 4, no. 4 (2024): 2391–2410, <https://bajangjournal.com/index.php/JIRK/article/view/8598>.

⁸ Alvita Lovenika Putri and Shiddiq Nur Rahardjo, "Pengaruh Financial *Leverage* Dan Likuiditas Terhadap Kinerja Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Consumer Non-Cyclicals Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2020-2023)," *Diponegoro Journal of Accounting* 13, no. 4 (2024): 1–15.

⁹ Iman S. Youssef, Charbel Salloum, and Maher Al Sayah, "The Determinants of Profitability in Non-Financial UK SMEs," *European Business Review* 35, no. 5 (2023): 652–671.

¹⁰ Asif Hussain Samo and Hadeeqa Murad, "Impact of Liquidity and Financial Leverage on Firm's Profitability – an Empirical Analysis of the Textile Industry of Pakistan," *Research Journal of Textile and Apparel* 23, no. 4 (2019): 291–305.

¹¹ Thuy Thi Cam Nguyen, Anh Thi Hong Le, and Cong Van Nguyen, "The Impact of Liquidity and Corporate Efficiency on Profitability," *Emerging Science Journal* 8, no. 1 (2024): 180–191.

¹² Bhusari et al., "Leveraged And Unlevered Firms Capital Structure And Stock Performance: A Systematic Literature Review."

menguji apakah variasi ukuran perusahaan berperan pada variasi pengaruh *leverage* terhadap kinerja perusahaan. Kebaruan penelitian ini tampak dari pilihan sektor industri dan pengujian tambahan pada perusahaan dengan kelompok ukuran aset yang berbeda. Kelompok perusahaan dibagi menjadi empat kelompok, yaitu kecil, menengah kecil, menengah besar, dan besar. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur modal (*leverage*) terhadap kinerja keuangan dari perusahaan sektor kesehatan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2015-2024. Sektor-sektor industri memiliki pola utang yang berbeda.¹³ Sektor kesehatan merupakan salah satu sektor mengalami lonjakan ekstrim dari kondisi sebelum krisis kesehatan, kemudian mengalami penurunan ekstrim ke kondisi setelah krisis kesehatan, sehingga sektor kesehatan menarik untuk diteliti. Periode 2015-2024 dipilih untuk menunjukkan hasil pengujian terbaru dengan durasi penelitian yang cukup panjang (10 tahun pengamatan).

LANDASAN TEORI

Teori *trade-off* berkembang dari sebagai respons terhadap proposisi awal Modigliani dan Miller pada tahun 1958. Dalam kondisi pasar yang sempurna (tanpa pajak, tanpa biaya kebangkrutan, dan asumsi lainnya), nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh pilihan pendanaannya (struktur modal).¹⁴ Setelah itu, teori berkembang dengan penambahan asumsi pajak penghasilan perusahaan,¹⁵ Setelah penambahan pajak penghasilan perusahaan, nilai perusahaan yang memiliki utang (*levered firm*) akan lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak memiliki utang, karena ada manfaat penghematan pajak dari beban bunga.¹⁶ Selain manfaat, penggunaan utang meningkatkan probabilitas kesulitan keuangan perusahaan.^{17,18} Pendirian perusahaan mensyaratkan adanya modal dasar, sehingga perusahaan menggunakan kombinasi modal dan utang. Manajemen melakukan pertukaran antara *costs* dan *benefits* untuk mendapatkan rasio utang yang optimal.¹⁹ Berdasarkan hasil survei, teori *trade-off* ini relevan dengan praktik perusahaan.²⁰

Pengaruh *leverage* terhadap kinerja keuangan berkaitan dengan teori *trade-off*. Pengaruh negatif utang terhadap kinerja keuangan timbul apabila tidak ada keseimbangan antara manfaat dan biaya. Di satu sisi, utang memberikan manfaat berupa pengurangan pajak penghasilan perusahaan dari pengurangan beban bunga terhadap laba perusahaan. Di sisi yang lain, semakin besar utang, maka semakin besar beban bunga yang ditanggung

¹³ John R Graham et al., "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field and Fuqua MBA Students for Help in Gathering the Data," *Journal of Financial Economics* 61 (2001): 0–000, <http://www.duke.edu/~charvey/Research/indexr.htm>.

¹⁴ Franco Modigliani and Merton H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *The American Economic Review* 48, no. 3 (1958): 261–297.

¹⁵ Franco Modigliani and Merton H Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *The American Economic Review* 53, no. 3 (October 23, 1963): 433–443, <http://www.jstor.org/stable/1809167>.

¹⁶ Ibid.

¹⁷ Myers, "Capital Structure. Journal OfEconomic Perspectives—Volume 15, Number 2—Spring 2001—Pages 81–102."

¹⁸ James H Scott, "A Theory of Optimal Capital Structure," *The Bell Journal of Economics* 7, no. 1 (October 23, 1976): 33–54, <http://www.jstor.org/stable/3003189>.

¹⁹ Graham et al., "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field and Fuqua MBA Students for Help in Gathering the Data."

²⁰ Ibid.

perusahaan, sehingga semakin rendah kinerja perusahaan.

Penelitian terdahulu menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. *Leverage* (*debt to asset*) berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan (*return on asset*) pada perusahaan sektor transportasi dan logistik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 1994-2022.²¹ *Leverage* finansial (*debt to equity*) juga berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan sektor *consumer non-cyclicals* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2020-2023.²² Pengaruh negatif *leverage* terhadap kinerja keuangan juga ditemukan pada perusahaan kecil dan menengah di Inggris,²³ perusahaan tekstil di Pakistan,²⁴ dan 100 perusahaan top di Vietnam.²⁵ Pengaruh negatif *leverage* finansial terhadap kinerja keuangan perlu diuji. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang dapat disusun adalah:

H1: *Leverage* finansial berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan.

METODE PENELITIAN

Pengujian *leverage* finansial terhadap kinerja keuangan dilakukan dengan analisis kuantitatif. Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor kesehatan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang sesuai dengan IDX Industrial Classification. Data perusahaan sektor kesehatan periode 2015-2024 diperoleh dari sumber OSIRIS database dengan total observasi sebanyak 214 data.

Variabel dependen yang diteliti adalah kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan diukur dengan menggunakan *return on asset* (ROA). ROA dan *return on equity* (ROE) mempunyai hasil yang sama untuk pengujian efisiensi, likuiditas dan *leverage*.²⁶ Penelitian ini menggunakan ukuran rasio ROA, yang mana dihitung dari laba setelah pajak dibagi total aset.

Variabel independen yang diteliti adalah *leverage* finansial. *Leverage* finansial diukur dengan menggunakan rasio *debt to total asset*, yang mana dihitung dari total liabilitas dibagi total aset. Semakin besar nilai *leverage*, maka semakin besar proporsi utang perusahaan dibandingkan aset.

Variabel kontrol yang digunakan adalah ukuran perusahaan dan usia perusahaan (tahun). Ukuran perusahaan diukur dengan logaritma natural dari total aset. Usia perusahaan diukur dengan tahun penelitian dikurangi dengan tahun perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Pengujian data panel tidak seimbang dimulai dengan uji kolinearitas dan dilanjutkan dengan *fixed effect model* (FEM). Pemilihan FEM dilakukan berdasarkan hasil pemilihan model antara *common effect model*, FEM, dan *random effect model* (REM). Setelah uji korelasi terpenuhi, data diuji dengan FEM dengan varian *heteroskedasticity-robust standard errors*. Sebagai uji tambahan, uji regresi dilakukan dengan membagi ukuran perusahaan menjadi

²¹ Natalia and Jusuf, "Sumber Daya Internal Perusahaan Sebagai Determinan Kinerja Keuangan."

²² Putri and Rahardjo, "Pengaruh Financial *Leverage* Dan Likuiditas Terhadap Kinerja Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Consumer Non-Cyclicals Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2020-2023)."

²³ Youssef, Salloum, and Al Sayah, "The Determinants of Profitability in Non-Financial UK SMEs."

²⁴ Samo and Murad, "Impact of Liquidity and Financial *Leverage* on Firm's Profitability – an Empirical Analysis of the Textile Industry of Pakistan."

²⁵ Nguyen, Le, and Nguyen, "The Impact of Liquidity and Corporate Efficiency on Profitability."

²⁶ Youssef, Salloum, and Al Sayah, "The Determinants of Profitability in Non-Financial UK SMEs."

empat, yaitu ukuran kecil (0-25%), menengah kecil (>25% - 50%), menengah besar (>50% - 75%), dan besar (>75%).

Metode analisis regresi berganda dituliskan dalam bentuk model persamaan matematis sebagai berikut:

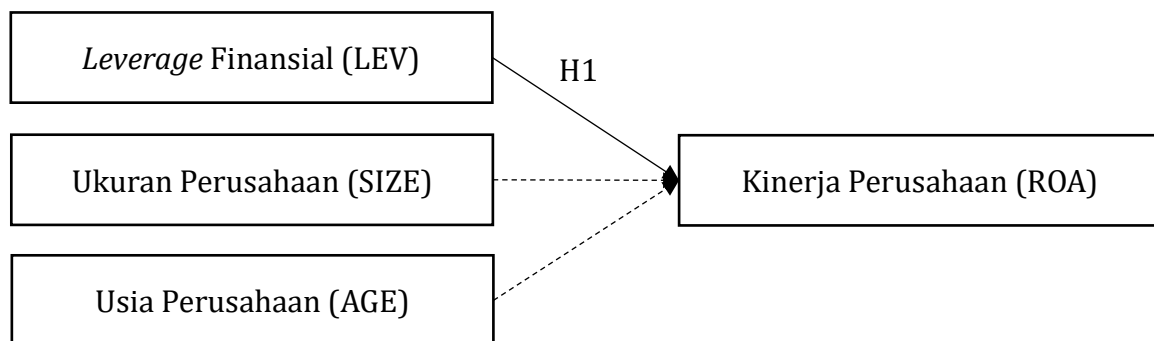
$$ROA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + YER + e \dots\dots\dots (1)$$

Model uji tambahan untuk setiap kelompok aset dituliskan sebagai berikut:

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 AGE_{it} + YER + e \dots\dots\dots (2)$$

Keterangan:

- α = Konstanta
- β = Koefisien regresi
- ROA = Kinerja perusahaan
- LEV = *Leverage* finansial
- AGE = Usia perusahaan
- YER = Pengaruh tahun (*year effect*)
- e = galat
- i = perusahaan
- t = tahun



Gambar 1. Model Penelitian

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi statistik dari variabel-variabel penelitian disajikan dalam Tabel 1 dan Tabel 2. Tabel 1 berisi data keseluruhan. Tabel 2 berisi data per tahun. Semua variabel menunjukkan deviasi standar yang lebar, karena periode waktu yang panjang (Tabel 1). Kinerja perusahaan terbaik diraih saat tahun 2021, yaitu puncak krisis kesehatan (pandemi COVID-19), yang mana rata-rata ROA mencapai 10,31%. Kinerja perusahaan terburuk dalam periode 10 tahun terakhir adalah tahun 2024, yang mana rata-rata ROA hanya 1,56%. Tingkat utang perusahaan mencapai level tertinggi saat tahun 2024, yang mana rata-rata *leverage* mencapai 43,51%. Perusahaan-perusahaan baru menyebabkan rata-rata usia perusahaan menurun.

Tabel 1. Deskripsi Statistik Variabel Selama Periode Penelitian

Variabel	Observasi	Rata-rata	Deviasi Standar	Minimum	Maksimum
ROA	214	0,05579	0,11465	-0,9489	0,30988
LEV	214	0,36578	0,29034	0,02572	2,85072
SIZE	214	28,45738	1,24603	24,90236	31,01303
AGE	214	11,84774	11,63115	0	43

Sumber: Data diolah.

Tabel 2. Deskripsi Statistik Rata-Rata Setiap Variabel per Tahun

Tahun	ROA	LEV	SIZE	AGE
2015	0,07932	0,36651	28,30081	13,67308
2016	0,07787	0,33679	28,40985	13,57143
2017	0,07581	0,33278	28,52359	14,57143
2018	0,06652	0,36456	28,61647	12,89216
2019	0,06206	0,35131	28,54047	13,06482
2020	0,06837	0,3688	28,70741	12,7
2021	0,10306	0,33512	28,69452	11,93841
2022	0,06148	0,32116	28,48928	10,6131
2023	0,01558	0,38635	28,23151	9,88384
2024	0,01573	0,43506	28,27151	10,51226

Sumber: Data diolah.

Uji korelasi dengan menggunakan *pairwise correlation* disajikan dalam Tabel 3. Semua variabel menunjukkan nilai korelasi yang rendah. Oleh karena itu, semua variabel akan digunakan dalam pengujian hipotesis.

Tabel 3. Korelasi Variabel

Variabel	(1)	(2)	(3)	(4)
(1) ROA	1,000			
(2) LEV	-0,670*	1,000		
(3) SIZE	0,181*	-0,052	1,000	
(4) AGE	0,099	0,176*	0,194*	1,000

Keterangan: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Sumber: Data diolah.

Hasil uji hipotesis disajikan dalam Tabel 4 kolom 1. Hipotesis satu tentang “*leverage* finansial berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan” diterima. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin tinggi *leverage* finansial, maka semakin rendah kinerja perusahaan sektor kesehatan. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori *trade-off* dan hasil penelitian terdahulu.^{27,28,29,30,31} Tabel 4 kolom 2, 3 dan 4 menunjukkan hasil uji tambahan berdasarkan ukuran perusahaan. Uji tambahan menunjukkan *leverage* berpengaruh negatif

²⁷ Natalia and Jusuf, “Sumber Daya Internal Perusahaan Sebagai Determinan Kinerja Keuangan.”

²⁸ Putri and Rahardjo, “Pengaruh Financial Leverage Dan Likuiditas Terhadap Kinerja Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Consumer Non-Cyclicals Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2020-2023).”

²⁹ Youssef, Salloum, and Al Sayah, “The Determinants of Profitability in Non-Financial UK SMEs.”

³⁰ Samo and Murad, “Impact of Liquidity and Financial Leverage on Firm’s Profitability – an Empirical Analysis of the Textile Industry of Pakistan.”

³¹ Nguyen, Le, and Nguyen, “The Impact of Liquidity and Corporate Efficiency on Profitability.”

pada semua ukuran perusahaan, dan pengaruh negatif terbesar dirasakan oleh ukuran perusahaan menengah besar (Tabel 4 kolom 4).

Model penelitian yang dihasilkan ada lima. Model 3 berisi hasil uji hipotesis dan menggunakan semua perusahaan. Model 4 digunakan untuk uji tambahan bagi perusahaan berukuran kecil. Model 5 untuk perusahaan berukuran menengah kecil. Model 6 untuk perusahaan berukuran menengah besar. Model 7 untuk perusahaan berukuran besar. Berikut model penelitian yang dihasilkan:

$$ROA_{it} = 124,301 - 0,271 LEV_{it} + 0,054 SIZE_{it} + 0,056 AGE_{it} + YER + e \dots \dots \dots (3)$$

$$ROA_{it} = 17,568 - 0,296 LEV_{it} + 0,002 AGE_{it} + YER + e \dots \dots \dots (4)$$

$$ROA_{it} = 6,504 - 0,185 LEV_{it} + 0,003 AGE_{it} + YER + e \dots \dots \dots (5)$$

$$ROA_{it} = 2,807 - 0,338 LEV_{it} + 0,004 AGE_{it} + YER + e \dots \dots \dots (6)$$

$$ROA_{it} = 0,257 - 0,253 LEV_{it} + 0,000 AGE_{it} + YER + e \dots \dots \dots (7)$$

Tabel 4. Hasil Uji Hipotesis dan Uji Tambahan

Variabel	(1) Uji Hipotesis – Semua Ukuran	(2) Kecil	(3) Menengah Kecil	(4) Menengah Besar	(5) Besar
LEV	-0,271*** (-8,580)	- 0,296*** (-3,413)	-0,185** (-2,559)	-0,338*** (-5,242)	- 0,253*** (-8,521)
SIZE	0,054** (2,673)				
AGE	0,056 (1,224)	0,002*** (3,552)	0,003*** (3,985)	0,004 (1,524)	0,000 (0,402)
Konstanta	124,301 (1,382)	17,568** (2,148)	6,504 (0,879)	2,807 (0,453)	0,257 (0,054)
Year Effect	Ya	Ya	Ya	Ya	Ya
R2	0,50524	0,64443	0,34643	0,33120	0,53639
Adj,R2	0,49577	0,62310	0,30642	0,29107	0,50801
N	214	54	53	54	53
F-stat	19,196	14,403	9,775	10,314	30,120

Keterangan:

t statistics in parentheses

* p<0,10, ** p<0,05, *** p<0,01

Sumber: Data diolah.

Pengaruh negatif utang (*leverage* finansial) terhadap kinerja keuangan timbul apabila tidak ada keseimbangan antara manfaat dan biaya. Di satu sisi, utang memberikan manfaat *tax shield*, namun peningkatan nilai *leverage* finansial (utang) juga meningkatkan risiko bisnis dan risiko keuangan. Saat kinerja keuangan perusahaan dalam *downturn*, semakin besar utang, maka semakin besar beban bunga yang ditanggung perusahaan, sehingga semakin rendah kinerja perusahaan. Bagi perusahaan sektor kesehatan Indonesia, biaya penggunaan utang (peningkatan risiko kesulitan keuangan dan beban bunga) telah

melampaui manfaat penghematan pajaknya (*tax shield*). Uji tambahan menunjukkan bahwa pengaruh negatif ini terjadi pada semua kelompok ukuran perusahaan, dengan pengaruh terkuat diterima oleh perusahaan berukuran menengah besar.

Kemanfaatan utang sebagai pengungkit kinerja perlu dipertimbangkan dengan hati-hati oleh manajemen. Selain biaya dan manfaat dari struktur modal, manajemen perlu mempertimbangkan kondisi ekonomi, performa perusahaan, dan ukuran perusahaan, agar pengaruh negatif *leverage* tidak memberatkan perusahaan. Hasil penelitian ini menjawab tantangan ekonomi membentuk hubungan struktur modal-kinerja perusahaan sektor perusahaan dalam *emerging economics*.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan menguji hipotesis pengaruh negatif *leverage* finansial terhadap kinerja keuangan. Teori *trade-off* digunakan untuk mengembangkan hipotesis dan pembahasan. Penelitian ini menggunakan data panel tidak seimbang sebanyak 214 observasi dari perusahaan sektor kesehatan di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2024.

Hasil analisis *fixed effect model* mendukung hipotesis (H1) tentang pengaruh *leverage* finansial terhadap kinerja keuangan. Penggunaan utang akan menurunkan kinerja perusahaan. Selain itu, perbedaan ukuran perusahaan mempengaruhi besaran pengaruh negatif *leverage* terhadap kinerja perusahaan.

Implikasi hasil temuan ini dapat diuraikan dari sudut pandang manajemen perusahaan, investor dan kreditor. Bagi manajemen keuangan dari perusahaan sektor kesehatan, manajemen perlu lebih berhati-hati dalam kebijakan pemilihan sumber pendanaan, khususnya penggunaan utang. Peningkatan *leverage* finansial mengurangi profitabilitas perusahaan. Selain itu, manajemen perlu menyeimbangkan struktur modal dengan mempertimbangkan kondisi ekonomi, volatilitas performa perusahaan, dan ukuran perusahaan agar terhindar dari pengaruh negatif utang yang berlebihan. Bagi investor, perusahaan kesehatan dengan tingkat *leverage* yang tinggi menjadi prediktor kinerja yang rendah. Bagi kreditor, analisis risiko kredit harus lebih mempertimbangkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba atau kinerja dalam menanggung beban utang tambahan.

Penelitian ini memiliki keterbatasan, yaitu berfokus *leverage* dan ukuran perusahaan. Penelitian berikutnya disarankan untuk menguji variabel (model penelitian) yang sama di sektor yang lain, agar mengetahui pola pendanaan yang ada dalam sektor tersebut (sesuai karakteristik). Perbandingan kinerja selama dan setelah krisis kesehatan juga menarik dilakukan. Selain itu, penelitian berikutnya dapat menggunakan variabel lain, seperti interaksi antara tata kelola perusahaan, sentimen investor, dan stabilitas keuangan.^{32,33}

DAFTAR PUSTAKA

- [1] Bhusari, Yogesh Shamrao, Yogesh Bhausaheb Vyavahare, Dr. Deepa Jamnik, and Ranjeet Dattatray More. "Leveraged And Unlevered Firms Capital Structure And Stock Performance: A Systematic Literature Review." *International Journal of Environmental*

³² Bhusari et al., "Leveraged And Unlevered Firms Capital Structure And Stock Performance: A Systematic Literature Review."

³³ NurJannah and Kholis, "Menguji Struktur Modal, Ukuran Perusahaan Dan Tata Kelola Perusahaan Terhadap Profitabilitas (Studi Empiris Pada Sub Sektor Perusahaan Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di BEI)."

- Sciences* 11, no. 12s (2025): 700–704.
- [2] Chaudhary, Bharti, Netra Pal Singh, and Ruby Mittal. "Review of Literature on Capital Structure: Independent and Dependent Variables." *Southeast Asian Business Review* 2, no. 2 (2024): 67–90.
 - [3] Graham, John R, Campbell R Harvey, Chris Allen, J B Heaton, Craig Lewis, Cliff Smith, Jeremy Stein, et al. "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field and Fuqua MBA Students for Help in Gathering the Data." *Journal of Financial Economics* 61 (2001): 0–000. <http://www.duke.edu/~charvey/Research/indexr.htm>.
 - [4] Modigliani, Franco, and Merton H. Miller. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment." *The American Economic Review* 48, no. 3 (1958): 261–297.
 - [5] Modigliani, Franco, and Merton H Miller. "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction." *The American Economic Review* 53, no. 3 (October 23, 1963): 433–443. <http://www.jstor.org/stable/1809167>.
 - [6] Myers, Stewart C. "Capital Structure. Journal Of Economic Perspectives—Volume 15, Number 2—Spring 2001—Pages 81–102" 15, no. 2 (2001): 81–102.
 - [7] Natalia, Irene, and A An Arief Jusuf. "Sumber Daya Internal Perusahaan Sebagai Determinan Kinerja Keuangan." *Journal of Innovation Research and Knowledge* 4, no. 4 (2024): 2391–2410. <https://bajangjournal.com/index.php/JIRK/article/view/8598>.
 - [8] Nguyen, Thuy Thi Cam, Anh Thi Hong Le, and Cong Van Nguyen. "The Impact of Liquidity and Corporate Efficiency on Profitability." *Emerging Science Journal* 8, no. 1 (2024): 180–191.
 - [9] NurJannah, Havinda, and Nur Kholis. "Menguji Struktur Modal, Ukuran Perusahaan Dan Tata Kelola Perusahaan Terhadap Profitabilitas (Studi Empiris Pada Sub Sektor Perusahaan Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di BEI)." *Journal of Innovation Research and Knowledge* 4, no. 1 (2024): 283–296.
 - [10] Putri, Alvita Lovenika, and Shiddiq Nur Rahardjo. "Pengaruh Financial Leverage Dan Likuiditas Terhadap Kinerja Perusahaan (Studi EMpiris Pada Perusahaan Consumer Non-Cyclicals Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2020-2023)." *Diponegoro Journal of Accounting* 13, no. 4 (2024): 1–15.
 - [11] Rifana, A., and D. Geetha. "Impact of Financial Leverage on Shareholders Return and Financial Performance: Evidence from Top 100 Listed Companies in National Stock Exchange." *Orissa Journal of Commerce* 43, no. 2 (2022): 126–143.
 - [12] Samo, Asif Hussain, and Hadeeqa Murad. "Impact of Liquidity and Financial Leverage on Firm's Profitability – an Empirical Analysis of the Textile Industry of Pakistan." *Research Journal of Textile and Apparel* 23, no. 4 (2019): 291–305.
 - [13] Scott, James H. "A Theory of Optimal Capital Structure." *The Bell Journal of Economics* 7, no. 1 (October 23, 1976): 33–54. <http://www.jstor.org/stable/3003189>.
 - [14] Smart, Scott B. Lawrence J. Gitman Michael D. Joehnk. *Fundamentals of Investing*. 13 Edition. Essex: Pearson Education Limited, 2017.
 - [15] Youssef, Iman S., Charbel Salloum, and Maher Al Sayah. "The Determinants of Profitability in Non-Financial UK SMEs." *European Business Review* 35, no. 5 (2023): 652–671.

HALAMAN INI SENGAJA DIKOSONGKAN