

Struktur Modal dan Kinerja Perusahaan pada Perusahaan yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index

Capital structure and the company's performance of companies listed on the Jakarta Islamic index

Lisna Oktaviani Ambarwati

Program Studi D4 Keuangan Syariah, Politeknik Negeri Bandung

E-mail: lisnaambarwati.loa@gmail.com

Muhamad Umar Mai

Jurusan Akuntansi, Politeknik Negeri Bandung

E-mail: umar.mai@polban.ac.id

Rani Putri Kusuma Dewi

Program Studi Magister Ekonomi Islam, UIN Sunan Gunung Djati Bandung

E-mail: putrikusumadewirani@gmail.com

Abstract: *This research proposes to analyze the effect of capital structure on company performance in companies listed in JII for the 2014-2018 period. The company performance is based on the company's accounting performance as measured by ROE and the company's market performance as measured by PBV. Capital structure in this study is measured DAR, DER, and MLEV. The data used is secondary data in the form of companies' summary report from the Indonesian Capital Market Directory (ICMD). The sample selection used purposive sampling method with predetermined criteria. The samples obtained were 16 companies. Data analysis used panel data regression analysis using Eviews 10 software. The results are DER has a positive and significant effect on ROE and PBV, DAR has not a positive and insignificant effect on ROE and PBV. Meanwhile, MLEV has a negative and significant effect on ROE and PBV.*

Keywords: *DAR, DER, MLEV, ROE, and PBV*

1. Pendahuluan

Kinerja perusahaan merupakan salah satu faktor untuk mencapai tujuan dari didirikannya suatu perusahaan, yaitu untuk memaksimalkan nilai perusahaan sehingga dapat memaksimalkan kemakmuran para pemegang perusahaan (Fachrudin, 2011). Menjadi salah satu faktor dikarenakan kinerja perusahaan merupakan hasil dari upaya dan keputusan perusahaan selama periode tertentu (Helfret, 1996) dalam Nuswandari (2009), dan hal ini akan berdampak pada pertimbangan investor untuk menginvestasikan dananya.

Kinerja perusahaan tentunya berkaitan dengan kegiatan operasional. Perusahaan dalam mengoperasional bisnisnya memerlukan dana salah satunya berupa modal. Perusahaan yang telah *go public* dapat mencari tambahan modal melalui pasar modal dengan cara memperjualbelikan instrumen keuangan jangka panjang. Adanya tambahan modal perusahaan ini dapat meningkatkan kapasitas produksi dengan membeli peralatan baru dan dapat memperluas bisnis perusahaan.

Namun, daya saing perusahaan saat ini sangatlah ketat dengan adanya perkembangan sains dan teknologi serta kondisi perekonomian Indonesia. Ditambah jumlah emiten di Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang setiap tahunnya mengalami kenaikan. Dilansir dari

laman situs kontan.co.id tercatat sebanyak 659 emiten terdaftar di BEI pada bulan November 2019, maka dari itu perusahaan-perusahaan harus bisa memikat investor.

Pasar modal di Indonesia yang berprinsip syariah salah satunya yaitu Jakarta Islamic Index (JII). Perusahaan-perusahaan yang saham syariahnya termasuk kriteria JII telah melalui tahap seleksi, baik dari kegiatan usaha maupun rasio keuangan yang telah diatur pada Keputusan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No: 208/BI/2012 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah. Salah satu kriteria yang harus dipenuhi agar perusahaan dapat termasuk kriteria JII yaitu mempunyai total kewajiban yang tidak berprinsip syariah tidak boleh lebih dari 45% dibandingkan dengan total aset yang dimiliki dan harga saham keseluruhan perusahaan (kapitalisasi pasar) harus berada di rata-rata nilai tertinggi selama satu tahun terakhir. Dengan demikian, perusahaan-perusahaan yang sahamnya masuk ke dalam JII memiliki keterbatasan dalam pencarian dana eksternalnya, dan hal tersebut akan berpengaruh dalam pengambilan putusan struktur modal.

Pengaruh struktur modal dan kinerja perusahaan itu sendiri memiliki perbedaan pendapat dari teori-teori struktur modal yang ada. *Pecking order theory* berpendapat bahwa perusahaan dengan tingkat keuntungan yang tinggi memiliki tingkat utang yang rendah, dikarenakan perusahaan tersebut mempunyai sumber dana internal yang melimpah. Sementara, *Trade-off theory* berpendapat bahwa struktur modal yang optimal dapat ditemukan dengan menyepadankan profit dari penggunaan utang (*tax shields benefits of leverage*) dengan biaya *financial distress* dan *agency problem*.

Selain itu hasil yang beragam dari penelitian terdahulu tentang struktur modal dan kinerja perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Permatasari & Azizah (2018) menemukan bahwa struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian berikutnya yaitu Mai & Setiawan (2020) yang menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan yang mana hasilnya sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Mudjijah et al., (2019), Sa'adah (2018) dan Imadudin (2014). Sementara penelitian yang dilakukan oleh Dawar (2014), Komara et al., (2016), dan Le & Phan (2017) menunjukkan hasil bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Selain itu, penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Dhani & Utama (2017) yang menunjukkan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Berdasarkan uraian di atas, terdapat fenomena dan adanya perbedaan pendapat baik teori ataupun penelitian terdahulu, sehingga penting dilakukan penelitian mengenai struktur modal dan kinerja perusahaan yang termasuk kriteria JII. Dengan demikian dapat diajukan pertanyaan penelitian sebagai berikut:

- 1) Apakah struktur modal berpengaruh terhadap kinerja akuntansi, pada perusahaan-perusahaan yang masuk kriteria JII di BEI periode 2014-2018?
- 2) Apakah struktur modal berpengaruh terhadap kinerja pasar, pada perusahaan-perusahaan yang masuk kriteria JII di BEI periode 2014-2018?

2. Kajian Pustaka

2.1. Struktur Modal dan Kinerja Perusahaan

Teori-teori struktur modal dan kinerja perusahaan seperti teori *pecking order* berpendapat bahwa perusahaan dalam mengelola struktur modal berdasarkan tingkat risiko sehingga perusahaan lebih memilih dana internal terlebih dahulu yang memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan sumber dana eksternal seperti penggunaan utang atau pun penerbitan saham. Sementara, teori *trade-off* berpendapat bahwa penggunaan utang akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan apabila tidak melebihi titik optimal dari struktur modal.

Penelitian terdahulu mengenai struktur modal dan kinerja akuntansi perusahaan memiliki hasil yang berbeda. Imadudin (2014), dan Kristianti (2018) yang meneliti perusahaan-perusahaan di Indonesia menunjukkan bahwa struktur modal yang diukur dengan DAR, dan DER

berpengaruh terhadap ROA dan ROE. Hal ini sejalan dengan teori *trade-off*. Sementara, penelitian yang dilakukan oleh Dawar (2014) dan Le & Phan (2017) yang masing-masing meneliti di India dan Vietnam memperlihatkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap ROE. Dengan demikian, hipotesis struktur modal terhadap kinerja akuntansi perusahaan pada penelitian ini merujuk pada pendekatan teori *Trade-off*. Berikut ini hipotesis penelitian:

H_{1.1}: DER, DAR, MLEV secara simultan berpengaruh positif terhadap ROE.

H_{1.2}: DER berpengaruh positif terhadap ROE.

H_{1.3}: DAR berpengaruh positif terhadap ROE.

H_{1.4}: MLEV berpengaruh positif terhadap ROE.

Begitu pula dengan penelitian terdahulu mengenai struktur modal dan kinerja pasar. Penelitian yang dilakukan oleh Permatasari & Azizah (2018) menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil yang sama dari peneliti Mudjijah et al., (2019) dan peneliti Dahar et al., (2019) yang menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil dari penelitian-penelitian tersebut menunjukkan adanya pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan, yang mana sejalan dengan teori *Trade-off*. Sementara, hasil penelitian yang dilakukan oleh Le & Phan (2017) dan Dhani & Utama (2017) menunjukkan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan demikian, hipotesis struktur modal terhadap kinerja pasar perusahaan pada penelitian ini merujuk terhadap pendekatan teori *Trade-off*. Berikut ini hipotesis penelitian:

H_{2.1}: DER, DAR, MLEV secara simultan berpengaruh positif terhadap PBV.

H_{2.2}: DER berpengaruh positif terhadap PBV.

H_{2.3}: DAR berpengaruh positif terhadap PBV.

H_{2.4}: MLEV berpengaruh positif terhadap PBV.

3. Metode Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif yang menggunakan data sekunder dan data tersebut berasal dari laman situs *Indonesia Stock Exchange* (IDX) dan *Indonesian Market Capital Directory* (ICMD). Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang termasuk kriteria JII dari Desember 2014 hingga Desember 2018. Penarikan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria yang digunakan yaitu: 1) Perusahaan yang secara terus-menerus termasuk dalam kriteria JII selama periode Desember 2014 hingga Desember 2018; 2) Mempublikasikan ringkasan kinerja perusahaan selama tahun penelitian; 3) Bukan perusahaan subsektor keuangan.

Penelitian ini terdiri dari dua jenis variabel yaitu: 1) *Dependent variable* yaitu kinerja akuntansi perusahaan dan kinerja pasar perusahaan; 2) *Independent variable* yaitu struktur modal. Kinerja akuntansi diukur oleh *Return on Asset* (ROE). Kinerja pasar perusahaan diukur oleh *Price to Book Value* (PBV). Struktur modal diukur oleh *DebtToAssetsRatio* (DAR), *DebtToEquityRatio* (DER), dan *MarketLeverage* (MLEV). Analisis regresi data panel merupakan teknik analisis data yang digunakan, dan diolah dengan perangkat lunak *Eviews10*.

Tabel 1. Pengukuran Variabel Penelitian

No.	Variabel	Pengukuran	Skala Pengukuran
1	ROE	$ROE = \frac{EAT}{Equity}$ <p style="text-align: right;">(Hery, 2015)</p>	Rasio

No.	Variabel	Pengukuran	Skala Pengukuran
2	PBV	$PBV = \frac{\text{Harga per lembar saham}}{\text{Nilai buku per lembar saham}}$ <p style="text-align: right;">(Permatasari & Azizah, 2018)</p>	Rasio
3	DAR	$DAR = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$ <p style="text-align: right;">(Hery, 2015) (Komara et al., 2016)</p>	Rasio
4	DER	$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$ <p style="text-align: right;">(Hery, 2015) (Mudjijah et al., 2019)</p>	Rasio
5	MLEV	$MLEV = \frac{\text{Book Debt}}{\text{Total Assets} - \text{Book Equity} + \text{Market Equity}}$ <p style="text-align: right;">(Yildirim et al., 2018) (Mai, 2019)</p>	Rasio

Sumber: dari berbagai sumber yang diolah oleh penulis

Penelitian ini menggunakan data panel yang telah dijelaskan sebelumnya bahwa perusahaan yang diteliti sebesar 16 perusahaan dan waktu pengamatan lima tahun dari tahun 2014 hingga 2018. Dengan demikian, pemilihan model regresi pada penelitian ini menggunakan *Random Effect*. Hal ini berdasarkan pendapat Gujarati (2003) yang dikutip oleh Sakti (2018) menyatakan bahwa jumlah perusahaan yang diteliti lebih banyak dibandingkan dengan jumlah tahun pengamatan maka dianjurkan *Random Effect*. Hal tersebut sependapat dengan ahli ekonometrik lainnya yaitu Nachrowi & Usman (2006) dalam Sakti (2018). Serta, ada pula pendapat yang serupa yaitu dari Baltagi B. H., (2008) dan Park, (2011) yang dikutip oleh Azzainuri (2014) yang berpendapat bahwa bila individu (perusahaan) diambil secara acak dari populasi, maka model awalnya adalah *Random Effect Model*. Hal ini selaras dengan penelitian ini bahwa dalam pemilihan individu (perusahaan) tidak dipilih oleh penulis melainkan dengan cara yang acak sesuai dengan kriteria.

Terdapat beberapa ahli ekonometrika yang berpandangan bahwa data yang bersifat data panel dan pemilihan model regresi yang digunakan yaitu REM tidak perlu dilakukan uji asumsi klasik. Seperti, pendapat dari ahli ekonometrika Baltagi H. B., (1995) yang dikutip dari laman situs *Stat-Love* menyatakan bahwa kelebihan dari regresi data panel dapat mengatasi masalah heterogenitas individu dan mengurangi masalah kolinearitas pada variabel. Serta, menurut Nachrowi & Usman, (2006) dalam (Sakti, 2018) uji autokorelasi diperlukan untuk data penelitian yang sifatnya *time series* karena data *time series* berdasarkan rentang waktu. Sementara uji normalitas menurut Iqbal (2015) tidak termasuk syarat *Best Linear Unbias Estimator* (BLUE) sehingga tidak diwajibkan. Dengan demikian, pada penelitian ini tidak melalui tahap uji asumsi klasik.

4. Hasil dan Pembahasan

4.1. Hasil Deskriptif Statistik

Hasil pengumpulan data untuk perusahaan yang terus menerus masuk kedalam kriteria *Jakarta Islamic Index* (JII) diperoleh 16 perusahaan untuk setiap tahunnya dan telah memenuhi kriteria yang ditentukan. Jumlah periode penelitian adalah lima tahun yaitu dari tahun 2014 hingga 2018. Jadi, jumlah yang dianalisis adalah 80 pasang data. Berikut tabel 2 yang menyajikan deskriptif statistik dari data yang dianalisis:

Tabel 2. Hasil Deskriptif Statistik

	MEAN	MIN	MAX	STDEV
DAR	0,4619	0,1447	0,8364	0,1615
DER	1,0734	0,1692	5,1131	0,8057
MBLEV	0,2945	0,0302	0,7640	0,1834
ROE (%)	20,8409	-0,8394	135,8487	28,4330
PBV	6,1742	0,3562	82,4444	14,5781

Sumber: Hasil olahan excel

Berdasarkan tabel 2 nilai DAR dari 16 perusahaan didapat nilai rata-rata sebesar 0,4619. Dari nilai tersebut, mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut telah melebihi dari kriteria JII yang telah ditentukan. Selain itu, nilai rata-rata tersebut dapat diindikasikan bahwa perusahaan yang dianalisis ini perihal membiayai asetnya kurang dari 50% (lima puluh persen) didanai oleh utang. Variabel DER berdasarkan tabel 2 nilai *mean* yang didapat yaitu sebesar 1,0734 artinya umumnya perusahaan yang dianalisis memiliki jumlah utang yang lebih besar dibandingkan dengan jumlah ekuitasnya. Sementara untuk variabel MLEV berdasarkan deskriptif statistik nilai rata-rata MLEV sebesar 0,2945. Selanjutnya untuk variabel Y1 yaitu ROE nilai rata-rata yang diperoleh sebesar 20,84% dapat diartikan bahwa rata-rata perusahaan dalam mengelola ekuitas yang ada dapat menghasilkan laba yang sebesar 20,84%. Sementara variabel Y2 yaitu PBV nilai rata-ratanya sebesar 6,1742. Artinya, rata-rata perusahaan memiliki harga saham enam kali lipat dari nilai bukannya.

4.2. Hasil Analisis Data

Tabel 3. Hasil Ringkasan Analisis Regresi Data Panel

	ROE			PBV		
	<i>Coefficient</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
<i>Constant</i>	9.504409	1.287518	0.2018	-3.530836	-0.693000	0.4904
<i>DAR</i>	45.536830	2.461765	0.0161*	28.417910	2.038611	0.0450*
<i>DER</i>	0.353831	0.170948	0.8647	1.405976	0.838654	0.4043
<i>MLEV</i>	-34.228510	-5.703238	0.0000*	-16.748390	-3.443614	0.0009*
<i>R-Squared</i>	0.315407			0.235560		
<i>Adjusted R-Squared</i>	0.288383			0.205385		
<i>F-Statistic</i>	11.671600			7.806415		
<i>Prob (F-Statistic)</i>	0.000002			0.000131		

Keterangan: * *statistically significant at 5%*

Sumber: Hasil *output EVIEWS 10*

Berdasarkan tabel 3, kolom ROE merupakan persamaan satu atau model satu pada penelitian ini dan menunjukkan nilai *R-squared* sebesar 0,315407. Hal tersebut mengindikasikan bahwa kemampuan *independent variable* yaitu DAR, DER, dan MLEV dalam menjelaskan *dependent variable* (ROE) pada perusahaan yang diteliti hanya sebesar 31,54% sementara sisanya 68,46% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luarmodel. Namun demikian, hasil uji F berdasarkan tabel 3 pada variabel Y1 (ROE), nilai probabilitas F lebih kecil dari taraf signifikansi ($0.000002 < 0,05$). Dengan demikian, semua variabel bebas secara simultan mempengaruhi variabel terikat dan model yang terbentuk layak menginterpretasikan pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat.

Berdasarkan tabel 3 untuk persamaan dua atau model dua terdapat pada kolom PBV dan hasilnya menunjukkan nilai *R-squared* sebesar 0,235560. Hal tersebut mengindikasikan bahwa kemampuan *independent variable* yaitu DAR, DER, dan MLEV dalam menjelaskan *dependent variable* (PBV) pada perusahaan yang diteliti hanya sebesar 23,55% sementara sisanya 76,45% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model. Namun demikian, hasil uji F berdasarkan tabel 3 pada variabel Y2 (PBV), nilai probabilitas F lebih kecil dari nilai signifikansi ($0,000131 < 0,05$). Dengan demikian, semua variabel bebas secara simultan mempengaruhi variabel terikat atau variabel dependen dan model yang terbentuk layak menginterpretasikan pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat.

4.3. Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Akuntansi Perusahaan

4.3.1. Pengaruh DAR, DER, dan MLEV terhadap ROE

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang dilakukan nilai probabilitas dari F-statistik sebesar 0,000002. Nilai tersebut lebih kecil dari signifikansi 0,05 yang berarti bahwa variabel independen yaitu DAR, DER, dan MLEV berpengaruh secara simultan terhadap ROE. Hasil ini menjawab rumusan masalah bahwa struktur modal memiliki pengaruh terhadap kinerja akuntansi perusahaan yang terdaftar di JII periode 2014 hingga 2018.

4.3.2. Pengaruh DAR terhadap ROE

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa secara parsial DAR berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROE. Hal tersebut dikarenakan hasil analisis data menggunakan *eviews* (tabel 3) didapat nilai t-statistik lebih besar dari nilai t-tabel ($2,461765 > 1,78229$), dan nilai probabilitas lebih kecil dari nilai signifikansi ($0,0161 < 0,05$).

Pengaruh positif antara DAR dan ROE ini memiliki arti bahwa kenaikan DAR pada struktur modal dapat meningkatkan rasio ROE perusahaan. Selain itu, dapat dikatakan bahwa nilai rata-rata DAR pada tabel 2 sebesar 0,4619 pada perusahaan yang diamati ini belum mencapai titik optimum, sehingga perusahaan dalam membiayai asetnya dengan utang masih terbilang aman. Hasil ini selaras dengan teori *Trade-off* yang berpendapat struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan apabila perusahaan tidak melebihi titik optimal dari struktur modalnya. Dengan demikian, dengan perusahaan yang diteliti ini dalam pembelian aset yang didanai dengan utang masih menghasilkan keuntungan.

Hasil penelitian ini juga memiliki hasil yang serupa dengan hasil penelitian dari Kristianti, (2018), Kurniawati et al., (2015). Namun, tidak sama dengan hasil penelitian Komara et al., (2016), Le & Phan (2017), dan Imadudin (2014) yang menunjukkan hasil bahwa DAR berpengaruh negatif terhadap ROE. Selain itu, hasilnya tidak serupa dengan Salim (2015), dan Efendi & Wibowo (2017) yang menemukan bahwa DAR tidak berdampak terhadap ROE.

4.3.3. Pengaruh DER terhadap ROE

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa secara parsial DER tidak berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap ROE. Hal ini dapat dilihat dari nilai t-statistik DER yang lebih kecil dari nilai t-tabel ($0,170948 < 1,78229$), dan nilai probabilitas yang lebih besar dari tingkat signifikansi ($0,8647 > 0,05$).

Hasil tersebut menjelaskan bahwa setiap adanya peningkatan DER tidak akan memberikan pengaruh terhadap peningkatan kinerja perusahaan yang diukur dengan ROE. Walaupun, nilai koefisien beta yang dimiliki bernilai positif (0,353831) namun pengaruhnya itu tidak signifikan. Serta dapat dilihat (tabel 2) nilai *mean* DER yaitu 1,0734 berarti pada umumnya perusahaan yang diamati ini memiliki jumlah utang yang lebih besar dibandingkan jumlah *equity* yang dimilikinya. Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa dengan utang yang lebih banyak dibandingkan *equity* tidak memberikan pengaruh yang berarti pada rasio ROE perusahaan. Artinya, rasio DER pada

perusahaan yang diteliti ini telah melampaui batas optimum. Hal ini sesuai dengan teori *Pecking Order* yang berpendapat bahwa perusahaan lebih senang menggunakan utang terlebih dahulu dibandingkan dengan menerbitkan saham baru. Selain itu, hasil ini tidak sama dengan Imadudin (2014), Astuti et al., (2015), Komara et al., (2016), dan Efendi & Wibowo (2017).

4.3.4. Pengaruh MLEV terhadap ROE

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa secara parsial MLEV berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROE. Hal tersebut berdasarkan hasil analisis data menggunakan *evIEWS* yang didapat bahwa nilai t-statistik lebih kecil dari nilai negatif t-tabel ($-5.703238 < -1,78229$), nilai probabilitas lebih kecil dari tingkat signifikansi ($0.0000 < 0,05$).

Hasil ini menunjukkan bahwa dengan meningkatnya rasio MLEV akan mengurangi kinerja akuntansi perusahaan yang diukur dengan ROE. Hal ini dikarenakan *market leverage* merupakan rasio yang menghitung perbandingan antara nilai buku utang dan total aset dikurang dengan nilai buku *equity* ditambah dengan *market equity* sehingga dapat dikatakan bahwa rasio MLEV merupakan perbandingan antara nilai buku utang dengan sumber dana eksternal. Pada penelitian ini rata-rata nilai MLEV pada tabel 2 sebesar 0,2945. Melihat nilai rata-rata rasio MLEV yang rendah ini dapat diartikan jumlah *market equity* yang merupakan jumlah saham beredar dikali dengan harga pasar, jumlahnya lebih besar dibandingkan utang, dan ini menandakan perusahaan dalam mengembangkan usahanya lebih memilih mengeluarkan saham baru.

Hasil ini sependapat dengan Riyanto dalam bukunya Mulyawan (2015) yang menyatakan bahwa perusahaan besar lebih menyukai menerbitkan saham baru. Serta, sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan Wiagustini et al., (2017) yang meneliti perusahaan yang tercatat di *Indonesia's Stock Exchange* (IDX) selama periode 2010-2013 menunjukkan bahwa struktur modal yang dimiliki perusahaan tidak mengikuti pola dari teori *pecking order*. Namun, hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penjelasan dari teori *pecking order* yang berpendapat bahwa perusahaan dalam mengembangkan usahanya perusahaan memilih utang terlebih dahulu dibandingkan penerbitan saham baru.

4.4. Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Pasar Perusahaan

4.4.1. Pengaruh DAR, DER, dan MLEV terhadap PBV

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang dilakukan nilai probabilitas dari F-statistik yaitu 0.000131 yang tidak lebih dari tingkat signifikansi sebesar 0,05 artinya variabel independen (DAR, DER, dan MLEV) berpengaruh secara simultan terhadap PBV. Hasil temuan ini menjawab rumusan masalah yang kedua bahwa kinerja pasar perusahaan dapat dipengaruhi oleh struktur modal pada perusahaan yang termasuk kriteria JII periode 2014 hingga 2018.

4.4.2. Pengaruh DAR terhadap PBV

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa secara parsial DAR berpengaruh positif dan signifikan terhadap PBV. Hal tersebut berdasarkan hasil analisis data menggunakan *evIEWS* didapat bahwa nilai t-statistik lebih besar dari nilai t-tabel ($2.038611 > 1,78229$), dan nilai probabilitas lebih kecil dari nilai signifikan ($0.0450 < 0,05$).

Pengaruh positif antara DAR dan PBV ini memiliki arti bahwa kenaikan DAR pada struktur modal dapat meningkatkan rasio PBV perusahaan. Selain itu, nilai rata-rata DAR pada tabel 2 yang nilainya sebesar 0,4619 dapat diartikan belum mencapai titik optimum, sehingga perusahaan dalam membiayai asetnya dengan utang masih terbilang aman. Hasil ini selaras dengan teori *Trade-off* yang berpendapat struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan apabila perusahaan tidak melebihi titik optimal dari struktur modalnya. Hasil temuan ini serupa dengan Komara et al., (2016). Namun, bertolak belakang dengan Lebo & Tasik (2017) dan Permatasari & Azizah (2018) yang memiliki hasil bahwa DAR tidak signifikan pada PBV.

4.4.3. Pengaruh DER terhadap PBV

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa secara parsial DER tidak berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap PBV. Hal tersebut berdasarkan hasil analisis data menggunakan *eviems* yang didapat nilai t-statistik DER yang lebih kecil dari nilai t-tabel ($0.838654 < 1,78229$), dan nilai probabilitas yang lebih besar dari tingkat signifikansi ($0.4043 > 0,05$).

Hasil tersebut menjelaskan bahwa setiap adanya peningkatan DER tidak akan meningkatkan kinerja pasar perusahaan yang diukur dengan PBV secara signifikan, walaupun nilai koefisien beta yang dimilikinya bernilai positif (1.405976). Bila dilihat nilai rata-rata dari DER pada tabel 2 yaitu sebesar 1,0734 berarti pada umumnya perusahaan yang diamati ini memiliki jumlah utang yang lebih besar dibandingkan jumlah *equity* yang dimilikinya. Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa dengan utang yang lebih banyak dibandingkan *equity* tidak memberikan pengaruh yang berarti pada kinerja pasar perusahaan yang diukur dengan PBV. Artinya, rasio DER pada perusahaan yang diteliti ini telah melampaui batas optimum. Hasil temuan ini serupa dengan Dhani & Utama (2017) dan Permatasari & Azizah (2018). Namun, penelitian ini tidak sejalan dengan Mudjijah et al., (2019) dan Annisa & Chabachib (2017) dan Astutik (2017).

4.4.4. Pengaruh MLEV terhadap PBV

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa secara parsial MLEV berpengaruh negatif dan signifikan terhadap PBV. Hal tersebut berdasarkan hasil analisis data menggunakan *eviems* yang didapat nilai t-statistik lebih kecil dari nilai negatif t-tabel ($-3.443614 < -1,78229$), nilai probabilitas lebih kecil dari tingkat signifikansi ($0,0009 < 0,05$).

Hasil tersebut menunjukkan bahwa dengan meningkatnya rasio MLEV akan mengurangi rasio PBV perusahaan. Hal ini disebabkan *market leverage* merupakan rasio yang menghitung perbandingan antara nilai buku utang dan total aset dikurang dengan nilai buku *equity* ditambah dengan *market equity*. Dapat dikatakan bahwa rasio MLEV merupakan perbandingan antara nilai buku utang dengan sumber dana eksternal. Berdasarkan tabel 2 rata-rata nilai MLEV sebesar 0,2945. Melihat nilai rata-rata rasio MLEV yang rendah ini dapat diartikan jumlah utang lebih kecil dibandingkan dengan jumlah sumber dana eksternalnya. Hal ini bisa terjadi dikarenakan perusahaan yang diteliti rata-rata merupakan perusahaan besar dan menurut Riyanto dalam buku Mulyawan (2015) perusahaan besar lebih menyukai penambahan dananya melalui penerbitan saham baru. Namun, hasil ini tidak sejalan dengan teori *pecking order* yang berpendapat perusahaan dalam mengembangkan usahanya perusahaan memilih utang terlebih dahulu dibandingkan penerbitan saham baru. Serta ada penelitian yang menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang tercatat di IDX selama periode 2010-2013 memiliki struktur modal yang tidak mengikuti pola dari teori *pecking order*. Penelitian tersebut dilakukan oleh Wiagustini et al., (2017).

5. Penutup

Penelitian ini menganalisis struktur modal terhadap kinerja perusahaan baik dari segi kinerja keuangan dan segi kinerja pasar perusahaan pada perusahaan yang termasuk kriteria JII periode 2014-2018. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa secara simultan DAR, DER, MLEV berpengaruh terhadap kinerja akuntansi (ROE) dan kinerja pasar (PBV). Secara parsial, DAR berpengaruh positif dan signifikan terhadap ROE dan PBV. Sementara variabel DER tidak berpengaruh positif dan tidak signifikan baik terhadap ROE dan PBV. Berbeda dengan variabel MLEV yang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ROE dan PBV.

Dari hasil temuan penelitian ini dan beberapa kesimpulan, penulis mengajukan beberapa saran agar penelitian serupa setelah ini menghasilkan yang lebih baik. Pertama, saran bagi peneliti selanjutnya diharapkan dapat menambah variabel bebas lainnya, sehingga *R Square* dapat ditingkatkan dan permodelan menjadi lebih bagus. Karena pada penelitian ini nilai *R Square* yang

dimiliki sangat kecil hanya sebesar 0,315407 (31,54%) dan 0,235560 (23,55%). Selain itu, untuk penelitian lain diharapkan menambah obyek penelitian dan tahun pengamatan sehingga dapat diperoleh hasil yang lebih baik. Sementara, bagi praktisi khususnya pengelola perusahaan, disarankan untuk mengelola struktur modal dengan bijak. Hal ini dikarenakan apabila struktur modal telah melampaui batas optimum dapat mengurangi hasil kinerja perusahaan.

Daftar Pustaka

- Annisa, R., & Chabachib, M. (2017). Analisis Pengaruh Current Ratio (CR), Debt To Equity Ratio (DER), Return On Assets (ROA) Terhadap Price To Book Value (PBV), Dengan Dividend Payout Ratio Sebagai Variabel Intervening. *Diponegoro Journal of Management*, 6, 1–15.
- Astuti, K. D., Retnowati, W., & Rosyid, A. (2015). Pengaruh Struktur Modal Terhadap Profitabilitas (Studi Pada Perusahaan Go Publik Yang Menjadi 100 Perusahaan Terbaik Versi Majalah Fortune Indonesia Periode Tahun 2010-2012). *Jurnal Akuntansi*, 2(2339–2436), 49–60.
- Astutik, D. (2017). Pengaruh Aktivitas Rasio Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Industri Manufaktur). *Jurnal STIE Semarang*, 9(1), 32–49.
- Azzainuri. (2014). *Pemilihan Model Regresi Data Panel*. Parameter D Website. <https://parameterd.wordpress.com>
- Dahar, R., Yanti, N. S. P., & Rahmi, F. (2019). Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan Dan Return On Equity Terhadap Nilai Perusahaan Property And Real Estate Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi & Bisnis Dharma Andalas*, 21(1), 121–132.
- Dawar, V. (2014). Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence. *Managerial Finance*, 40(12), 1190–1206. <https://doi.org/10.1108/MF-10-2013-0275>
- Dhani, I. P., & Utama, A. . G. S. (2017). Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Modal, Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Bisnis Airlangga*, 2(1), 135–148. www.jraba.org
- Efendi, A. F. W., & Wibowo, S. S. A. (2017). Pengaruh Debt To Equity Ratio (DER) Dan Debt To Asset Ratio (DAR) Terhadap Kinerja Perusahaan Di Sektor Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Applied Managerial Accounting*, 1(2), 157–163. <https://doi.org/10.30871/jama.v1i2.503>
- Fachrudin, K. A. (2011). Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Agency Cost Terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 13(1), 37–46.
- Hery. (2015). *Analisis Laporan Keuangan* (Pertama). CAPS (Center for Academic Publishing Service).
- Imadudin, Z. S. (2014). Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Perusahaan. *Jurnal Wawasan Manajemen*, 2, 81–96.
- Iqbal, M. (2015). *Regresi Data Panel (2) "Tabap Analisis."* Dosen Perbanas.Id. <https://www.dosen.perbanas.id>
- Komara, A., Hartoyo, S., & Andati, T. (2016). Analisis Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Perusahaan Pada Perusahaan Otomotif. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 20(1), 10–21. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Kristianti, I. P. (2018). Analisis Pengaruh Struktur Modal Good Corporate Governance dan Kinerja Terhadap Risiko Kredit Perbankan. *Jurnal UST JOGJA*, 2(1), 56–68. <https://doi.org/10.29230/ad.v2i1.2222>
- Kurniawati, D., N.P, M. G. W. E., & Nuzula, N. F. (2015). Pengaruh Financial Leverage Terhadap Profitabilitas (Studi pada Perusahaan Industri Kimia yang Listing di BEI Periode 2009-2013).

- Jurnal Administrasi Bisnis S1 Universitas Brawijaya*, 18(1), 85295.
- Le, T. P. V., & Phan, T. B. N. (2017). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. *Research in International Business and Finance*, 42, 710–726. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.012>
- Lebo, T. C., & Tasik, H. H. D. (2017). The Impact Of Financial Ratios On Price To Book Value (PBV) In Automotive And Component Sub Sector Listed In Idx Within 2007-2016 Periods. *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 5(3).
- Mai, M. U. (2019). Determinants of capital structure in Sharia criteria manufacturing firms on the Indonesia Stock Exchange. In *Jurnal Keuangan dan Perbankan* (Vol. 23, Issue 3).
- Mai, M. U., & Setiawan. (2020). Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Perusahaan Pada Industri Manufaktur Kriteria Syariah Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*, 8(1), 159–170. <https://doi.org/10.17509/jrak.v8i1.20065>
- Mudjijah, S., Zulvia, K., & Astuti, D. A. S. (2019). Pengaruh Kinerja Keuangan Dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Yang Dimoderasi Variabel Ukuran Perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 8(1), 41–56. <https://journal.budiluhur.ac.id/index.php/akeu/article/view/839>
- Mulyawan, S. (2015). *Manajemen Keuangan* (M. Najib (ed.); Pertama). CV Pustaka Setia.
- Nuswandari, C. (2009). Pengaruh Corporate Governance Perception Index terhadap Kinerja Perusahaan pada Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis Dan Ekonomi (JBE)*, 16(2), 70–84.
- Permatasari, D., & Azizah, D. F. (2018). Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Sub Sektor Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2016). In *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)|Vol* (Vol. 61, Issue 4). www.kemenperin.go.id
- Sa'adah, U. N. (2018). Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas dan Firm Size terhadap Nilai Perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Indeks (JII) Periode 2011-2015. *Jurnal Ekonomi Dan Keuangan Islam*, IX(1), 28–39.
- Sakti, I. (2018). Analisis Regresi Data Panel Menggunakan Eviews. In *Modul Eviews 9* (pp. 1–25).
- Salim, J. (2015). Pengaruh Leverage (DAR, DER, Dan TIER) Terhadap Roe Perusahaan Properti Dan Real Estate Yang Terdaftar Di Bei Tahun 2010-2014. *Jurnal Perbanas Review*, 1(1), 19–34.
- Stat-Love. (2011). *Sekilas : Analisis Regresi Data Panel*. Stat-Lover Website. <https://statlover.wordpress.com/2011/07/08/sekilas-analisis-panel-data/>
- Suryahadi, A. (2019). *Ini tantangan BEI dalam mengembangkan pasar modal syariah*. Kontan.Co.Id. <https://investasi.kontan.co.id/news/ini-tantangan-bei-dalam-mengembangkan-pasar-modal-syariah>
- Wiagustini, N. L. P., Ramantha, I. W., Sedana, I. B. P., & Rahyuda, H. (2017). Indonesia 's Capital Structure : Pecking Order Theory or Trade-Off Theory. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 15(16).
- Yildirim, R., Masih, M., & Bacha, O. I. (2018). Determinants of capital structure: evidence from Shari'ah compliant and non-compliant firms. *Pacific Basin Finance Journal*, 51, 198–219. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.06.008>