

Peran Moderasi *Rate of Return* Pengaruh Struktur Modal terhadap Harga Saham

(Studi pada Perusahaan Sub sektor Perdagangan Eceran yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2020)

Sunaryo

Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Islam As-syafiiyah
Email: sunaryo56@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dampak Struktur Modal terhadap Harga Saham yang dimoderasi oleh *Rate of Return*. Enam belas emiten terpilih sebagai sampel dari 27 emiten dalam Sub Sektor Perdagangan Eceran yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan periode penelitian dari tahun 2015 hingga 2020, dan teknik pengambilan sampel dengan *purposive sampling*. Analisis data menggunakan regresi data panel model *random effect* dengan *Moderated Regression Analysis*. Penelitian menemukan Struktur Modal mempunyai efek negatif signifikan terhadap Harga Saham, *Rate of Return* memoderasi pengaruh positif Struktur Modal terhadap Harga Saham.

Kata Kunci: Struktur Modal, *Rate of Return*, Harga Saham

Abstract

This research aims to examine the impact of Capital Structure on Share Prices which is moderated by the Rate of Return. Sixteen issuers were selected as a sample from 27 issuers in the Retail Trading Sub-Sector listed on the Indonesia Stock Exchange (BEI) with a research period from 2015 to 2020, and the sampling technique was purposive sampling. Data analysis uses random effect model panel data regression with Moderated Regression Analysis. Research finds that Capital Structure has a significant negative effect on Share Prices, Rate of Return moderates the positive influence of Capital Structure on Share Prices.

Keywords: Capital Structure, Rate of Return, Stock Prices

Pendahuluan

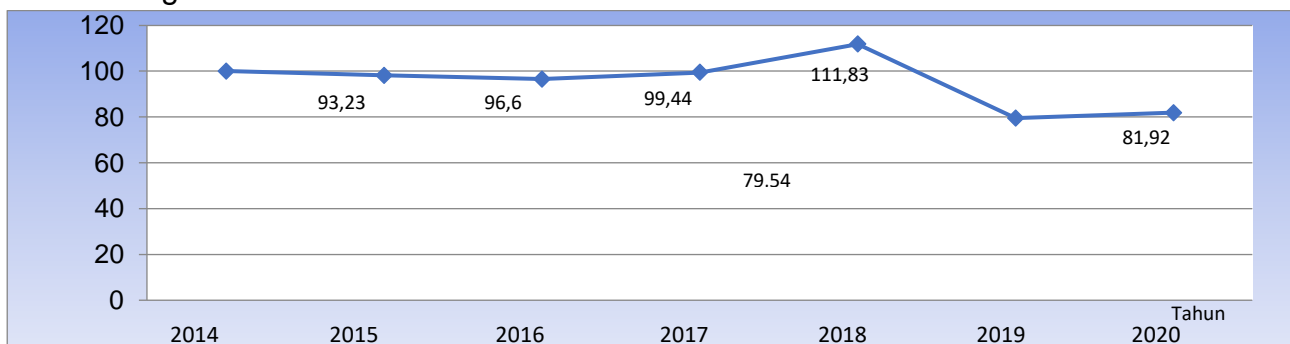
Secara umum investasi mempunyai pengertian yaitu penanaman sejumlah dana ke dalam kegiatan suatu bisnis tertentu. Berinvestasi mempunyai tujuan yaitu untuk memperoleh keuntungan. Halim (2005) mengemukakan bentuk investasi dikelompokkan menjadi dua, yakni “investasi surat berharga keuangan (*financial assets*) dan aset-aset berwujud (*real assets*)”. Penempatan dana dalam bentuk surat berharga keuangan seperti penempatan di pasar uang, contohnya berbentuk sertifikat deposito, *commercial paper*, surat berharga pasar uang dan lainnya, termasuk penempatan di pasar modal, contohnya saham/ekuitas, obligasi/surat utang. Sementara investasi aset-aset berwujud dalam bentuk bangunan, tanah, peralatan dan sebagainya.

Pemodal (investor) lokal maupun asing dapat membeli saham maupun obligasi di Bursa Efek Indonesia (BEI). Di Bursa Efek Indonesia perusahaan yang *listing* dibagi ke dalam 9 sektor, yaitu Pertanian, Pertambangan, Industri Dasar dan Kimia, Aneka Industri, Industri Barang Konsumsi, Property, Real Estat & Konstruksi Bangunan, Infrastruktur, Utilitas & Transportasi, Keuangan, dan Perdagangan Jasa & Investasi. Perusahaan yang tercatat di BEI sampai akhir tahun 2020 sebanyak 738 perusahaan.

Pemodal yang melakukan investasi saham di pasar modal harapannya ingin mendapatkan keuntungan utamanya dalam bentuk *capital gain*. *Capital gain* merupakan selisih antara harga jual di atas harga beli saham. Dalam berinvestasi saham investor seyogyanya harus menyadari risiko yang akan dihadapi, yakni tidak menutup kemungkinan akan mengalami kerugian (*capital loss*). Dalam berinvestasi keuntungan (*return*) yang akan diperoleh dan kemungkinan terjadinya kerugian (*loss*) sangat tergantung dari kemampuan atau keahliannya dalam mengestimasi keadaan pergerakan harga saham. Informasi bagi pemodal tentang perusahaan mana yang menjadi pilihan untuk berinvestasi saham dapat diperhatikan determinan *trend* harga saham, baik determinan internal maupun determinan eksternal.

Obyek penelitian ini adalah di BEI, dan yang dipilih bidang Perdagangan Eceran yang merupakan bagian dari Sektor Perdagangan Jasa & Investasi. Terdapat 27 perusahaan dalam Sub Sektor Perdagangan Eceran, dan 16 perusahaan sebagai sampel untuk menghitung perkembangan indeks harga sahamnya dari tahun 2015 hingga 2020, gambar grafik perkembangan indeks harga saham disajikan berikut ini.

Indeks Harga Saham



Gambar 1. Grafik Perkembangan Indeks Harga Saham Sub Sektor Perdagangan Eceran BEI periode 2014-2020

Sumber: Investing, Harga Saham di olah Peneliti

Dari gambar 1 di atas terlihat indeks harga saham di Sub Sektor Perdagangan Eceran BEI dari tahun 2014 sebagai dasar perhitungan perubahan harga saham mengalami penurunan sampai dengan tahun 2020, walaupun tahun 2018 sempat mengalami peningkatan dibandingkan tahun dasar 2014. Penurunan indeks harga saham yang cukup tajam terjadi pada tahun 2019 dan 2020.

Brigham dan Houston (2013) mengemukakan volatilitas harga saham di bursa efek di antaranya ditentukan oleh berita yang disampaikan emiten tentang sumber dana (*financing announcements*) kepada investor dan calon investor seperti berita yang berkaitan dengan *debt to equity ratio* dan *earning per share* (EPS). Tandelilin (2010) berpendapat pergerakan harga saham sangat ditentukan oleh kesuksesan perusahaan dalam memperoleh keuntungan di masa yang akan datang.

Weston and Brigham (2006) menyatakan bahwa suatu struktur modal seperti apapun, *earning per share* (EPS) dan *return on equity* (ROE) akan meningkat dengan adanya peningkatan EBIT (*Earning before and tax*). Atmaja (2008) berpendapat, merujuk kepada teori struktur modal, bahwa komposisi pendanaan (*financing mix*) akan berdampak secara langsung terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya Atmaja (2008) mengemukakan sumber dana dari hutang dapat meningkatkan ROE apabila tingkat keuntungan terhadap aktiva atau *rate of return* (merupakan perbandingan EBIT dengan total aset) lebih tinggi dibandingkan *cost of fund* (biaya hutang).

Peneliti-peneliti terdahulu dalam penelitiannya yang berkaitan dengan masalah hubungan antara perbandingan utang jangka panjang dengan ekuitas dan harga saham seperti Andow dan Yero (2020) di bursa efek Nigeria diperoleh temuan perbandingan utang jangka panjang dengan ekuitas berdampak positif terhadap harga saham. Menon (2016) di pasar modal Oman temuannya terdapat hubungan positif utang terhadap ekuitas dengan harga saham. Mogha & Williams (2021) dalam studinya pada perusahaan dari lima sektor industri di 33 negara yang menemukan hutang jangka pendek berdampak terhadap harga saham. Namun Salamat & Mustafa (2016) yang meneliti di bursa efek Amman temuan penelitiannya struktur modal berdampak negatif signifikan terhadap *return* saham. Acheampong et al (2014) dalam penelitiannya di lima perusahaan di sektor manufaktur di Ghana yang menemukan *leverage* berpengaruh terhadap *return* saham. Tahmoospour et al (2015) meneliti keterkaitan struktur modal dengan *return* saham studinya pada perusahaan-perusahaan di 8 negara di wilayah Asia Pasifik dengan data dari tahun 1990-2012, temuannya memberikan informasi dampak struktur modal ditentukan dari karakteristik industri dan pasarnya, dimana di Australia, Cina dan Korea *debt to equity ratio* berdampak negatif terhadap *return* saham, sedangkan di Australia dan Korea untuk sektor industri bahan dasar rasio utang jangka panjang terhadap ekuitas berpengaruh positif. Chambers et al (2013) yang melakukan penelitian di pasar modal Istanbul yang menemukan hasil penelitian bahwa terdapat pengaruh positif nilai total *debt/market ratio* terhadap *return* saham. Khan et al (2013) dalam penelitiannya di sektor industri tekstil di Pakistan temuannya menunjukkan rasio utang terhadap ekuitas berpengaruh positif terhadap *return* saham. Hasbi (2015) yang melakukan penelitian di Lembaga Keuangan Mikro Islam di Indonesia, temuan penelitiannya struktur modal berdampak terhadap nilai saham. Sadiq (2020) dalam penelitiannya dengan menggunakan 56 perusahaan yang terdaftar di bursa Jordan, hasilnya menemukan hubungan berbentuk U antara utang dan Tobin's Q (nilai perusahaan) dalam mediasi

dengan pendapatan per kapita negara. Tang dan Yao (2018) meneliti di bursa negara berkembang selama periode 1988 hingga 2014 dengan metode analisis kointegrasi dan uji kausalitas granger multivariat, menemukan struktur keuangan berdampak yang signifikan terhadap harga saham. Chen (2011), melakukan penelitian disektor perbankan di Jepang yang *listing* di bursa, hasilnya menunjukkan terdapat korelasi negatif antara rasio modal terhadap nilai pasar terhadap rata-rata *return* saham. Johnson et.al. (2011) menemukan korelasi negatif antara *leverage* dan pengembalian saham yang diharapkan. Sunaryo et al (2024) hasil penelitiannya menunjukkan struktur modal berdampak negatif terhadap harga saham, dan ROE berperan sebagai mediasi pengaruh struktur modal terhadap harga saham.

Peneliti yang melakukan studi tentang restrukturisasi struktur modal dan harga saham seperti Seo & Chung (2017) studinya menghubungkan antara penarikan kembali saham dalam rangka untuk menurunkan jumlah hutang dengan harga saham, temuannya menunjukkan ada dampak negatif terhadap harga saham. Ayşegül (2015) dalam studinya pada perusahaan yang tercatat di bursa di negara Turki studinya menunjukkan perusahaan yang mempunyai tingkat ambang bebas kisaran antara 50%-75%, dan memiliki tingkat *financial leverage* yang lebih rendah dan tingkat *financial leverage* bervariasi menghasilkan nilai saham yang berbeda. Ching & Kim (2019) dalam studinya yang menggunakan data yang besar perusahaan yang tercatat bursa di Korea, studinya menunjukkan fluktuasi struktur modal berdampak negatif terhadap *return* saham. Chong & Kim (2019) studinya di perusahaan besar yang tercatat di bursa Korea dengan sampel data bulanan dari tahun 2004 hingga 2017, menunjukkan hasil fluktuasi struktur modal dan *return* saham berkorelasi negatif. Cai & Zhang (2011), melakukan studi pada semua saham A.S. yang tersedia di database Compustat dan Pusat Penelitian Harga Keamanan (CRSP) berdasarkan data kuartalan dalam rasio *leverage* untuk setiap bulan dari tahun 1975 hingga 2002, menemukan perubahan rasio *leverage* perusahaan berpengaruh negatif terhadap harga saham.

Cheng et al (2020) dalam penelitiannya mengkaji hubungan hutang jangka pendek untuk investasi jangka panjang dengan harga saham di pasar modal China yang menemukan meningkatkan utang jangka pendek untuk investasi jangka panjang menyebabkan risiko turunnya harga saham.

Penelitian tentang keterkaitan antara struktur modal dan profitabilitas seperti Hamid et al (2015) studinya di 46 perusahaan keluarga dan di 46 perusahaan non-keluarga di Malaysia, temuannya struktur modal yang diukur dengan rasio hutang jangka pendek, rasio hutang jangka panjang dan *debt ratio* berdampak negatif terhadap profitabilitas (REO). Jaisinghani & Kanjilal (2017) dalam penelitiannya pada perusahaan publik manufaktur di India, hasil penelitiannya menunjukkan bahwa perusahaan yang melebihi ukuran ambang batas (Rp 148 juta), profitabilitasnya (ROA) secara positif dipengaruhi oleh struktur modal (*debt ratio*) dan sebaliknya. Ayalew (2021) studinya di 16 bank swasta di Ethiopia, hasilnya menunjukkan struktur modal (rasio hutang) berdampak negatif terhadap profitabilitas (ROA). Salim & Yadav (2012) telah penelitian pada 237 perusahaan yang tercatat di bursa efek Malaysia, hasilnya menunjukkan struktur modal (*Debt ratio*) berdampak negatif terhadap profitabilitas (*Return on Assets, Return on Equity, earning per share*). Le & Phan (2017) juga meneliti dampak struktur modal terhadap kinerja perusahaan non keuangan

yang tercatat di bursa efek Vietnam, sejalan dengan penelitian Salim & Yadav (2012), semua rasio utang, baik utang jangka panjang, utang jangka pendek maupun total utang memiliki korelasi negatif dengan kinerja perusahaan (ROA, ROE, dan Tobin's Q). Suardi & Noor (2015) melakukan penelitian di sektor pertanian Bursa Efek Indonesia dengan sampel 16 emiten, hasilnya menemukan adanya korelasi negatif antara *debt to equity ratio* dan ROE. Hasil yang berbeda diketahui dari studinya Addae et al. (2013) yang menunjukkan struktur modal (hutang jangka panjang, hutang jangka pendek, rasio hutang) berdampak positif terhadap profitabilitas perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Ghana.

Analisis pertama dari penelitian seperti diuraikan di atas menunjukkan keterkaitan hubungan antara struktur modal dan harga saham, analisis kedua keterkaitan antara perubahan struktur modal dan harga saham, selanjutnya analisis ketiga keterkaitan antara struktur modal dan profitabilitas, analisis keempat mengenai *mismatch* struktur modal dengan harga saham, berbeda dengan studi yang akan dilakukan peneliti yakni yang memasukkan variabel moderasi, dimana hubungan antara struktur modal dan harga saham yang di moderasi oleh *rate of return*. Disamping itu lingkup studinya di Sub Sektor Perdagangan Eceran Bursa Efek Indonesia, dan dipilihnya sub sektor tersebut sebagai studi dengan memperhatikan terdapat penurunan indeks saham yang cukup tajam di dua tahun terakhir.

Studi ini dilakukan dengan harapan dapat memberikan sumbangan literatur, yakni dapat memberikan pengetahuan mengenai keterkaitan struktur modal dengan harga saham yang dimoderasi oleh profitabilitas studi pada Sub Sektor Perdagangan Eceran di BEI.

Setelah uraian latar belakang, pembahasan berikutnya makalah ini yakni: Bagian 2 menguraikan literatur yang digunakan dalam studi ini. Bagian 3 metode, data, dan analisis. Bagian 4 menyajikan data hasil penelitian dan membahas hasil penelitian. Bagian 5 membuat kesimpulan penelitian, implikasi praktis hasil penelitian, serta garis besar kebijakan bagi penelitian-penelitian yang akan.

Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini: (1) untuk mengetahui pengaruh struktur modal terhadap harga saham Sub Sektor Perdagangan Eceran BEI periode tahun 2015-2020, (2) untuk mengetahui peran *rate of return* dalam memoderasi pengaruh struktur modal terhadap harga saham Sub Sektor Perdagangan Eceran BEI periode tahun 2015-2020.

Tinjauan Pustaka

Brigham dan Houston (2013) mengemukakan volatilitas harga saham di bursa efek di antaranya ditentukan oleh berita yang disampaikan emiten tentang sumber dana (*financing announcements*) kepada investor dan calon investor seperti berita yang berkaitan dengan *debt to equity ratio* dan *earning per share* (EPS). Penggunaan hutang dapat menyebabkan meningkatnya nilai perusahaan (harga saham), ini dapat terjadi karena struktur modal dapat meningkatkan *return on equity* (Weston and Brigham: 2006). Selanjutnya Atmaja (2008:229) mengemukakan penggunaan hutang dapat menyebabkan meningkatnya ROE (*return on equity*) apabila tingkat keuntungan terhadap aktiva atau *rate of return* (perbandingan EBIT dengan total Aktiva) lebih besar dibandingkan biaya utang.

Menurut Modigliani-Miller (MM) yang dikutip oleh Atmaja (2008), sumber dana dari hutang (*leverage*) dapat menyebabkan peningkatan nilai perusahaan (harga saham), karena *cost of fund* (biaya hutang) dapat menyebabkan penurunan beban pajak atau terjadi penghematan pembayaran pajak, hal ini terjadi beban utang bersifat *tax-deductible expenses*.

Oleh karena itu dapat disimpulkan karena adanya *asymmetric-informations* (informasi yang tidak terungkap), pemberian sinyal kepada pemodal atau publik melalui keputusan-keputusan manajemen sangatlah penting (Atmaja, 2008:14).

Dari kajian teoritis tersebut dapat diambil kesimpulan, nilai perusahaan (harga saham) dapat ditingkatkan dengan cara meningkatkan hutang dengan catatan selama perusahaan dapat memanfaatkan hutang yang berdampak terhadap meningkatkan ROE, dan ROE dapat meningkat selama perusahaan dapat menghasilkan *rate of return* yang melebihi biaya hutang.

Metode, Data dan Analisis

Studi ini pada perusahaan-perusahaan Sub Sektor Perdagangan Eceran BEI yang berjumlah 27 sebagai populasi. Selanjutnya dari populasi tersebut diambil sampel dengan metode *purposive sampling* sebanyak 16 Emiten dengan nama perusahaan sebagai berikut:

1. PT ACES Ace Hardware Indonesia Tbk
2. PT AMRT Sumber Alfaria Trijaya Tbk
3. PT CSAP Catur Sentosa Adiprana Tbk
4. PT Indoritel Makmur Internasional Tbk
5. PT ECII Electronic City Indonesia Tbk
6. PT ERAA Erajaya Swasembada Tbk
7. PT GLOB Global Teleshop Tbk
8. PT HERO Hero Supermarket Tbk
9. PT KOIN Kokoh Inti Arebama Tbk
10. PT LPPF Matahari Department Store Tbk
11. PT MAPI Mitra Adiperkasa Tbk
12. PT MIDI Midi Utama Indonesia Tbk
13. PT MPPA Matahari Putra Prima Tbk
14. PT RALS Ramayana Lestari Sentosa Tbk
15. PT RANC Supra Boga Lestari Tbk
16. PT SONA Sona Topas Tourism Industry Tbk

Penelitian ini menggunakan data sekunder dalam bentuk data laporan keuangan yang terdiri dari neraca dan laba rugi akhir tahun 2015 hingga 2020 yang terdapat dalam laporan tahunan perusahaan. Sedangkan harga saham yakni yang tercermin dari harga penutupan akhir tahun yang diperoleh dari sumber Investing.com.

Metode analisis penelitian ini menerapkan regresi data panel. Dimana metode regresi data panel terdapat tiga pilihan yaitu metode *common effect*, *fixed effect*, atau *random effect*. Untuk memilih salah satu dari ketiga metode tersebut melalui pengujian Uji Chow untuk

dasar pilihan antara metode *common effect* atau *fixed effect*, dan Uji Hausman untuk dasar pemilihan antara metode *random effect* atau *fixed effect*.

Dalam penelitian ini menggunakan variabel moderasi yakni *rate of return*, yaitu untuk mengetahui peran dari variabel moderasi pengaruh dari struktur modal terhadap harga saham, maka model penelitian dapat dibuat sebagai berikut:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \varepsilon_{1it} \rightarrow \text{Model Simple Regression (1)}$$

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_2 \text{Return} + \varepsilon_{1it} \rightarrow \text{Model Multiple Regression (2)}$$

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \beta_3 X_{it} * \text{Return}_{it} + \varepsilon_{3it} \rightarrow \text{Model Moderated Regression Analysis (MRA) (3)}$$

Dimana:

Y= Harga saham, X= Struktur modal, Return= Operating income to assets

Hasil dan Pembahasan

Pengujian Hipotesis

Untuk memilih salah satu metode *Common Effect*, *Fixed Effect*, dan *Random Effect* dilakukan uji Chow dan Hausman berikut ini.

Pemilihan Regresi Data Panel Model Simple Regression (1)

Uji Chow untuk memilih antara metode *Common Effect* dan *Fixed Effect* disajikan hasil pengolahan berikut ini.

Aturan Uji Chow:

- Nilai probability dari Cross-section $F \geq 0,05$, H_0 diterima, dan model regresi yang dipilih adalah *Common Effect*
- Nilai probability dari Cross-section $F < 0,05$, H_0 ditolak, dan model regresi yang dipilih adalah *Fixed Effect*

Tabel 1. Uji Chow Model 1

Redundant Fixed Effects Tests

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	9.028620	(15,77)	0.0000
Cross-section Chi-square	95.391560	15	0.0000

Dari tabel 1 di atas menunjukkan Cross-section F (Probability) = 0,000 < 0,05, maka dipilih metode *Fixed Effect*.

Uji Hausman untuk memilih antara metode *Random Effect* dan *Fixed Effect* disajikan hasil pengolahan berikut ini.

Aturan Uji Hausman:

- Nilai probability dari Cross-section random $\geq 0,05$, H_0 diterima, dan model regresi yang dipilih adalah *Random Effect*.
- Nilai probability dari Cross-section random $< 0,05$, H_0 ditolak, dan model regresi yang dipilih adalah *Fixed Effect*.

Tabel 2. Uji Hausman Model 1

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.182502	1	0.6692

Dari tabel 2 di atas menunjukkan Cross-section random (Probability) = 0,6692 > 0,05, maka dipilih metode *Random Effect*.

Pemilihan Regresi Data Panel Model Multiple Regression (2)

Tabel 3. Uji Chow Model 2

Redundant Fixed Effects Tests

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.964862	(15,76)	0.0000
Cross-section Chi-square	81.295660	15	0.0000

Dari tabel 3 di atas menunjukkan Cross-section F (Probability) = 0,000 < 0,05, maka dipilih metode *Fixed Effect*.

Tabel 4. Uji Hausman Model 2

Correlated Random Effects - Hausman Test

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	5.516508	2	0.0634

Dari tabel 4 di atas menunjukkan Cross-section random (Probability) = 0,0634 > 0,05, maka dipilih metode *Random Effect*.

Pemilihan Regresi Data Panel Model Moderated Regression Analysis (3)

Tabel 5. Uji Chow Model 3

Redundant Fixed Effects Tests

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	9.589871	(15,76)	0.0000
Cross-section Chi-square	99.847115	15	0.0000

Dari tabel 5 di atas menunjukkan Cross-section F (Probability) = 0,000 < 0,05, maka dipilih metode *Fixed Effect*.

Tabel 6. Uji Hausman Model 3

Correlated Random Effects - Hausman Test

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	2.835245	2	0.2423

Dari tabel 6 di atas menunjukkan Cross-section random (Probability) = 0,2423 > 0,05, maka dipilih metode *Random Effect*.

Hasil pengolahan data dengan metode *random effect* dengan menggunakan program pengolahan *Software Eviews9* diperoleh hasil ringkasan sebagai berikut.

Tabel 7 : Model Simple Regression

Dependent Variable: Harga Saham

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	20.8524	3.52154	5.92138	0.0000
DER	-1.69024	0.27877	-6.06326	0.0000

Sumber : Hasil Pengolahan Data dengan Eviews9

Tabel 8 : Model Multiple Regression

Dependent Variable: Harga Saham

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	16.1184	2.19884	7.330390	0.0000
DER	-1.20817	0.29605	-4.080957	0.0001
RETURN	51.5555	37.3374	1.380800	0.1707

Sumber : Hasil Pengolahan Data dengan Eviews9

Tabel 9 : Model Moderated Regression Analysis (MRA)

Dependent Variable: Harga Saham

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	16.31008	3.830068	4.258431	0.0001
DER	-0.70406	0.723826	-0.967644	0.3358
DER*RETURN	36.2274	5.815903	6.229038	0.0000

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan Eviews9

Dari tabel 7, 8, dan 9 di atas dapat dianalisis sebagai berikut:

1. Seperti terlihat dalam tabel 7 struktur modal yang diukur oleh DER (*debt to equity ratio*) koefisiennya sebesar -1.6902, berpengaruh negatif signifikan terhadap harga saham dengan t hitung = 6.063 > 2.367 (t tabel, $\alpha = 0.01$), dan prob. (p value) = 0.000 < 0.05.
2. Seperti terlihat pada tabel 8 *rate of return* koefisiennya sebesar 51.5555, berpengaruh positif tidak signifikan terhadap harga saham dengan t hitung = 1.3808 < 1.661 (t tabel, $\alpha = 0.05$) dan prob. (p value) = 0.1707 > 0.05.
3. Pada tabel 9 terlihat variabel DER yang dimoderasi *return of return* (diukur dengan *operating income to assets*) dengan koefisien 36.2274 berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham dengan t hitung 6.229 > 2.367 (t tabel, $\alpha = 0.01$) dan prob. (p value) = 0.000 < 0.05. Pada model 2, diketahui variabel *rate of return* berpengaruh tidak signifikan terhadap harga saham, sedangkan pada model 3 diketahui pengaruh DER terhadap harga saham yang dimoderasi oleh *return of return* berpengaruh positif signifikan, maka dikatakan *rate of return* berperan sebagai *pure* moderasi.

Pembahasan

Dari pengujian statistik seperti terlihat pada tabel 7, menghasilkan DER (struktur modal) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham perusahaan-perusahaan Sub Sektor Perdagangan Eceran BEI untuk periode tahun 2015-2020. Hasil penelitian ini berarti struktur hutang yang meningkat akan berdampak turunnya harga saham. Hal ini memberikan gambaran sinyal bahwa pemodal tidak menyukai perusahaan yang memiliki struktur hutang yang tinggi dalam operasi perusahaan. Hasil penelitian ini bertentangan dengan teori Modigliani-Miller (MM) sebagaimana yang dikutip oleh Atmaja (2008),

penggunaan hutang (*leverage*) dapat berdampak meningkatnya nilai perusahaan (harga saham), karena *cost of fund* (biaya hutang) dapat menyebabkan penurunan beban pajak (penghematan pajak), biaya hutang bersifat *tax-deductible expenses*.

DER yang tinggi berdampak negatif terhadap harga saham yang merupakan sinyal negatif dari pemodal, ada indikasi investor fokus kepada besarnya bobot hutang, kurang memperhatikan efek positif seperti menurut MM theory, namun penggunaan hutang yang besar dapat berdampak positif terhadap ROE (*return on equity*), apabila *rate of return* (EBIT/total Aktiva) lebih besar dibandingkan biaya hutang. Oleh karena itu walaupun penggunaan hutang besar, perusahaan dapat memberikan gambaran mengenai prospek perusahaan kepada pemodal sebagai akibat adanya *asymmetric-informations*. Karena adanya *asymmetric-informations*, pemberian sinyal kepada pemodal atau publik dengan cara memberikan informasi mengenai tindakan-tindakan oleh manajemen sangatlah penting. Berdasarkan *signaling theory*, Brigham dan Houston (2013) mengemukakan manajemen perusahaan mengambil tindakan yang memberikan informasi bagi investor mengenai bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Suatu perusahaan yang mempunyai prospek yang sangat menguntungkan tidak menjual saham, dan sebagai gantinya akan menghimpun modal baru yang dibutuhkan dengan cara menarik hutang baru meskipun hal ini dapat menyebabkan rasio hutang di atas tingkat sasaran. Namun apabila prospek suatu perusahaan tidak menguntungkan dapat menarik dana dengan menjual saham.

Perusahaan-perusahaan dalam Sub Sektor Perdagangan Eceran BEI mempunyai prospek yang cukup baik dilihat aspek *rate of return (operating income to assets/OIA)*, seperti terlihat pada tabel 10 di bawah ini.

Tabel 10 : Rata-rata Operating Income to Assets (OIA)

Rata-rata	Tahun					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
OIA (%)	10	9	3	8	14	2

Sumber : Laporan Tahunan Emiten di olah

Seperti terlihat pada tabel 10 di atas OIA meskipun menurun dari tahun 2015 sampai tahun 2017, akan tetapi pada tahun 2018 terjadi peningkatan, bahkan tahun 2019 peningkatannya cukup signifikan. Pada tahun 2020 terjadi penurunan OIA karena pandemi COVID 19.

Dari hasil uji statistik yang ketiga ditemukan DER berpengaruh positif signifikan terhadap Harga Saham melalui moderasi *rate of return (operating income to assets)*, maka data dikatakan *rate of return* sebagai *pure moderasi*, artinya variabel *rate of return* berinteraksi dengan variabel DER tanpa menjadi variabel prediktor (*independen*). Hasil penelitian ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Atmaja (2008:229), sumber dana dari utang dapat menyebabkan ROE meningkat apabila perbandingan tingkat laba terhadap aktiva (EBIT terhadap total Aktiva) lebih besar dibandingkan dari biaya hutang. Hasil penelitian ini memberi bermakna bahwa komposisi utang yang meningkat akan berdampak meningkatnya harga saham ketika *rate return (operating income to assets)* lebih besar dari beban bunga, hal ini di dukung data seperti yang tergambar pada tabel 11 di bawah ini.

Tabel 11 : Rata-rata DER, ROE, OIA

Rata-rata	Tahun					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
DER (%)	136,98	129,26	173,85	174,52	179,81	341,88
ROE (%)	28,65	14,42	9,65	14,64	20,85	(7,83)
OIA (%)	10,00	9,00	3,00	8,00	14,00	2,00
Beban Bunga (%)	1,74	1,38	1,40	1,59	1,40	1,67

Sumber : Laporan Tahunan Emiten di olah

Seperti terlihat pada tabel 11 di atas, DER dari tahun 2015 sampai tahun 2020 cenderung meningkat, kecuali tahun 2020 karena pandemi COVID 19, ROE cenderung meningkat, peningkatan ini dampak dari OIA yang lebih besar dari beban bunga. Peningkatan DER yang diikuti oleh selisih lebih OIA di atas beban bunga berdampak positif terhadap peningkatan harga saham perusahaan-perusahaan Sub Sektor Perdagangan Eceran BEI.

Kesimpulan

Temuan dari penelitian ini pertama struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap harga saham Sub Sektor Perdagangan Eceran BEI periode tahun 2015-2020, kedua *rate of return* berperan sebagai moderasi pengaruh struktur modal terhadap harga saham Sub Sektor Perdagangan Eceran BEI periode tahun 2015-2020.

Penelitian yang akan datang dapat mengembangkan hasil peneliti ini dengan mempertimbangkan selain variabel struktur modal yang dapat memengaruhi harga dengan menggunakan variabel mediasi, dan pengujian pada sub sektor lainnya dalam lingkup BEI. Dalam rangka untuk meningkatkan kualitas penelitian, maka penelitian yang akan datang dapat menambah sampel baik menambah periode maupun jumlah emiten. Bagi pemodal yang melakukan investasi di bursa efek seyogyanya tidak hanya memperhatikan pada kondisi struktur modal dengan komposisi hutang yang tinggi saja, akan tetapi juga melihat prospek perusahaan dalam menghasilkan laba dari operasi.

Referensi

- Acheampong, P., Agalega, E., & Shibu, A . 2014. The Effect of Financial Leverage and Market Size on Stock Returns on the Ghana Stock Exchange: Evidence from Selected Stocks in the Manufacturing Sector. *International Journal of Financial Research*, 5 (1), 125-134
- Addae, A. A., Nyarko-Baasi, M., & Hughes, D. 2013. The Effects of Capital Structure on Profitability of Listed Firms in Ghana. *European Journal of Business and Management* ISSN, 5(31), 215–230
- Andow, Helen Afang & Yero, Stephen. 2018. Capital Structure and Share Price: Empirical Evidence From Listed Deposit Money Banks (DMB) in Nigeria. *International Journal of New Technology and Research (IJNTR)* ISSN:2454-4116, Volume-4, Issue-2, February 2018 Pages 95-99
- Ayalew, ZA. 2021. Capital structure and profitability: Panel data evidence of private banks in Ethiopia. *Cogent Economics & Finance*, 9:1, 1953736, DOI: 10.1080/23322039.2021.19537. Scopus
- Ayşegül GÜN. 2015. The Determinants of Capital Structure Decisions: New Evidence from Turkish Companies. *Istanbul Conference of Economics and Finance*, ICEF 2015, 22-23 October 2015, Istanbul, Turkey. Elsevier

- Atmaja, Lukas Setia. 2008. *Teori dan Praktek Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: ANDI
- Brigham, F. Eugene dan Joel F. Houston. 2013. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat
- Bursa Efek Indonesia (BEI)
- Chambers, N., Sezgin, F., & Karaaslan, B. 2013. An Analysis of the Effects of Capital Structure and the Beta Coefficient on Stock Returns: A Case Study of the Istanbul Stock Exchange (ISE)-Manufacturing Industry. *International Journal of Business and Social Science*, 4(7), 279-290
- Cai, Jie & Zhang, Zhe. 2011. Leverage change, debt overhang, and stock prices. *Journal of Corporate Finance*. Volume 17, Issue 3, June 2011, Pages 391-402. Elsevier
- Cheng, Feiyang & Chiao, Chaoshin & Fang, Zhenming & Wang, Chunfeng & Yao, Shouyu 2020. Raising short-term debt for long-term investment and stock price crash risk: Evidence from China. *Finance Research Letters*. Elsevier, Vol. 33
- Chen, Sichong. 2011. Capital ratios and the cross-section of bank stock returns: Evidence from Japan. *Journal of Asian Economics*. Volume 22, Issue 2, April 2011, Pages 99-114. Elsevier
- Ching, Byung-Uk & Kim, Heonsoo. 2019. Capital structure volatility, financial vulnerability, and stock returns: Evidence from Korean firms. *Finance Research Letters*. Volume 30, September 2019, Pages 318-326. Elsevier
- Chong, Byung-Uk & Kim, Heonsoo. 2019. Capital structure volatility, financial vulnerability, and stock returns: Evidence from Korean firms. *Finance Research Letters*. Volume 30, September 2019, Pages 318-326. Elsevier
- Halim, Abdul. 2005. *Analisis Investasi*. Edisi ke-2, Jakarta : Salemba Empat
- Hamid, M.A, Abdullah A, Kamaruzzaman, N.A. 2015. *Capital Structure and Profitability in Family and Non-Family Firms: Malaysian Evidence*. *Procedia Economics and Finance*. Volume 31, 2015, Pages 44-55
- Hasbi, Hariandy. 2015. Islamic Microfinance Institution: The *Capital Structure*, Growth, Performance and Value of Firm in Indonesia. *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 25 November 2015. Elsevier
- Investing. <https://www.investing.com/historical-data>
- Jaisinghani, D. & Kanjilal, K. 2017. Non-linear dynamics of size, *capital structure* and *profitability*. Empirical evidence from Indian manufacturing sector. *Asia Pacific Management Review*. Elsevier
- Johnson, T.C, Chebonenko, T, Cunha, I, Almeida, FD, Spence, X. 2011. Endogenous leverage and expected stock returns. *Finance Research Letters*. Volume 8, Issue 3, September 2011, Pages 132-145. Elsevier
- Khan, W., Naz, A., Khan, M., Khan, W., & Ahmad, S. 2013. The Impact of Capital Structure and Financial Performance on Stock Returns: A Case of Pakistan Textile Industry. *Middle-East Journal of Scientific Research*. 16(2), 289-295
- Laporan Tahunan 2015 – 2020 Perusahaan Sub Sektor Perdagangan Eceran Bursa Efek Indonesia
- 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>
- Menon, Udayakumari Vidhyasagara. 2016. Impact of Capital Structure on Stock Prices: *Evidence from Oman International Journal of Economics and Finance*; Vol. 8, No. 9; 2016

ISSN 1916-971X E-ISSN 1916-9728 Published by Canadian Center of Science and Education

- Mogha, Vipin & Williams, Benjamin. 2021. Culture and capital structure: What else to the puzzle?. *International Review of Financial Analysis*. Volume 73, January 2021, 101614. Elsevier
- Salamat, Wasfi & Mustafa, Haneen 2016. The Impact of Capital Structure on Stock Return: Empirical Evidence from Amman Stock Exchange. *International Journal of Business and Social Science*. Vol. 7, No. 9; September 2016
- Salim, M., & Yadav, R. 2012. Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 65, 156–166. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.105>
- Seo, Sung Won & Chung, Hae Jin. 2017. Capital structure and corporate reaction to negative stock return shocks. *International Review of Economics & Finance*. Volume 49, May 2017, Pages 292-312
- Sadiq, M., Yousaf, S.U, Anser, M.K, Khan. H.R, Sriyanto, Zaman, K., Duong Van Tu, Anis, N.M. 2020. The role of debt financing in the relationship between capital structure, firm's value, and macroeconomic factors: To throw caution to the wind. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 20 November 2020. Elsevier
- Suardi, I., & Noor, K.,D. 2015. The Impact of Capital Structure on Financial Performance of The Listed Agriculture Companies in Indonesia. *Global Journal of Business and Social Science Review*, 3(1), 9–17. Retrieved from www.gatrenterprise.com/GATRJournals/index.html
- Sunaryo, Elly S.,N., Affar, M., Waskito, M. 2024. Mediasi Return On Equity Mempengaruhi Struktur Modal Terhadap Harga Saham (Kajian Pada Perusahaan Sub Sektor Perdagangan Eceran Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2020). *KINERJA Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol. 6 No. 01 Hal. 046–Hal. 058
- Tahmoospour, R., Ali-Abbar, M., & Randjbaran, E. 2015. The Impact of Capital Structure on Stock Returns: *International Evidence*. *Hyperion Economic Journal*, 1(3), 56-78
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Analisis Investasi Teori dan Aplikasi*, Edisi Pertama. Yogyakarta : Kanisius
- Tang, Xiaobo & Yao Xingyuan. 2018. Do financial structures affect exchange rate and stock price interaction? Evidence from emerging markets. *Emerging Markets Review*. Volume 34, March 2018, Pages 64-76. Elsevier
- Weston J. Fred dan Brigham Eugene F. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga