

DETERMINANT OF CAPITAL STRUCTURE AND THE INFLUENCE ON STOCK RETURN

Diany Laras Iftinan¹, Dwi Indah Lestari²

^{1&2}Universitas Jenderal Achmad Yani

Email: dwiindah@ak.unjani.ac.id

ABSTRACT

The purpose of this study was to determine the capital structure and its influence on stock return of building construction companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2015–2020. This research is quantitative and uses secondary data. The sampling technique used in this research is the purposive sampling technique, with a total sample of 10 companies and a 6 year period of observation, totaling 66 samples. The data analysis techniques used in this research are multiple linear regression analysis and simple linear regression analysis. The results of this research concluded that liquidity and non-debt tax have a negative influence on capital structure, profitability does not have an influence on capital structure, and capital structure has no influence on stock returns. Simultaneously, liquidity, profitability, and the non-debt tax shield have significant influence on the capital structure.

Keywords: Liquidity; Profitability; Non-Debt Tax Shield; Capital Structure; Stock Return.

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL SERTA DAMPAKNYA TERHADAP STOCK RETURN

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini untuk mengetahui pengaruh likuiditas, profitabilitas, dan *non-debt tax shield* terhadap struktur modal serta dampaknya terhadap *stock return* perusahaan subsektor konstruksi dan bangunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2020. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan menggunakan data sekunder. Teknik pengambilan sampel yang digunakan yaitu teknik *purposive sampling* dengan total sampel sebanyak 10 perusahaan dan 6 tahun periode pengamatan sehingga sampel berjumlah 66 sampel. Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda dan analisis regresi linier sederhana. Hasil dari penelitian ini diperoleh kesimpulan yaitu likuiditas dan *non-debt tax shield* berpengaruh negatif terhadap struktur modal, profitabilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal, serta struktur modal tidak memiliki pengaruh terhadap *stock return*. Secara simultan likuiditas, profitabilitas, dan *non-debt tax shield* berpengaruh terhadap struktur modal.

Kata Kunci: Likuiditas; Profitabilitas; Non-Debt Tax Shield; Capital Structure; Stock Return.

PENDAHULUAN

Pembangunan infrastruktur pada saat ini membawa dampak signifikan terhadap perusahaan-perusahaan di Indonesia khususnya perusahaan konstruksi dan bangunan, hal ini akan menjadi peluang besar para perusahaan konstruksi dan bangunan dalam memaksimalkan kegiatan operasionalnya. Selain itu juga perusahaan perlu membenahi struktur modalnya. Struktur modal dapat diproyeksikan oleh DER (*Debt to Equity Ratio*) ini dapat digunakan perusahaan dalam mengetahui seberapa mampu perusahaan dalam memenuhi kewajiban yang digambarkan dengan bagian-bagian dari modal yang digunakan untuk membayar utang.

Tabel 1. DER Perusahaan Subsektor Konstruksi dan Bangunan di BEI Periode 2015-2020

No	Kode	DER					
		2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	WIKA	260,46	148,80	212,22	244,05	223,23	308,88
2	WSKT	212,33	266,26	330,22	330,61	321,00	536,94
3	ADHI	224,69	269,21	382,68	379,19	434,30	583,32

Sumber : Data Olahan

Berdasarkan tabel 1 diatas dapat dilihat terjadi fluktuasi namun cenderung meningkat pada DER perusahaan subsektor konstruksi dan bangunan periode 2015-2020. Peningkatan ini DER ini dapat mencerminkan keadaan struktur modal perusahaan tersebut kurang optimal. Hal ini dapat menyebabkan pertanyaan mengenai apa sajakah yang akan menjadi pertimbangan manajemen dalam menetapkan struktur modal perusahaan agar menjadi struktur modal yang optimal. Peningkatan DER ini akan seiring dengan peningkatan utang, karena dalam perhitungan DER terdapat utang yang memiliki peran sebagai penyebut dalam rumus DER. Jika utang terus meningkat maka akan menimbulkan biaya-biaya yang semakin banyak atas bunga pinjaman. Sehingga perusahaan diharapkan dapat mempertimbangkannya.

Penelitian-penelitian terdahulu yang telah dilakukan oleh Juliantika & Dewi (2016) menyebutkan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, dan risiko bisnis. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Annisa, dkk (2020) menyebutkan faktor yang memiliki pengaruh terhadap struktur modal adalah *non-debt tax shield* dan Struktur Aktiva. Penelitian ini tidak menjelaskan semua faktor yang mempengaruhi struktur modal, melainkan hanya likuiditas, profitabilitas dan *non-debt tax shield* saja. Berdasarkan fenomena yang terjadi dan berdasarkan penelitian terdahulu yang memiliki inkonsistensi hasil penelitian (*research gap*) mengenai faktor yang mempengaruhi struktur modal, maka dari itu penelitian ini bertujuan untuk menganalisis apa saja faktor yang mempengaruhi struktur modal serta dampaknya terhadap *stock return* pada perusahaan subsektor konstruksi dan bangunan yang terdaftar di BEI periode 2015-2020.

TINJAUAN PUSTAKA

Pecking Order Theory

Teori ini menjelaskan terdapat tiga sumber dana perusahaan yang pertama dari dana internal, utang, lalu ekuitas baru, tiga sumber ini menunjukkan urutan pendanaan perusahaan dalam memilih sumber pendanaan mereka (Muniarty, dkk, 2021:22)

Signalling Theory

Teori ini menjelaskan Tindakan yang dilakukan oleh internal perusahaan dalam memberikan informasi kepada pemegang saham untuk menilai prospek suatu perusahaan (Amri & Ramdani, 2020).

Likuiditas

Likuiditas merupakan rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, rasio ini dihitung menggunakan pos-pos aset lancar dan utang lancar (Harahap, 2018:301).

Profitabilitas

Profitabilitas yaitu rasio yang digunakan untuk mengukur berapa nilai perusahaan dalam mencari keuntungan dalam kegiatan operasional mereka (Kasmir, 2019:196).

Non-Debt Tax Shield

Non-debt tax shield merupakan bentuk penghematan pajak sebagai akibat dari pembebanan depresiasi aset tetap yang dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan (N. P. I. Wulandari & Artini, 2019).

Struktur Modal

Struktur modal merupakan perimbangan modal sendiri dengan modal asing, dimana modal sendiri ini adalah laba ditahan dan kepemilikan perusahaan, sedangkan modal asing adalah modal yang berasal dari utang (Efendi

& Dewianawati, 2021:41).

Stock Return

Return adalah hasil yang didapatkan dari investasi, yang dapat berbentuk *return* realisasian (sudah terjadi) maupun *return* ekspektasian (belum terjadi) atau diharapkan dapat terjadi di masa yang akan datang (Hartono, 2017:283)

Hubungan Likuiditas dengan Struktur Modal

Hubungan antara likuiditas dan struktur modal adalah untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar utang jangka pendek dengan aset lancar yang tersedia (Tanri, dkk, 2020). Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wulandari & Artini (2019) yang menyebutkan semakin besar aktiva lancar, maka perusahaan mampu melunasi utang jangka pendeknya, sehingga hal ini akan berpengaruh terhadap proporsi utang dalam struktur modal. Likuiditas ini dapat diukur menggunakan *current ratio*.

Juliantika & Dewi (2016) menyebutkan hal ini juga sesuai dengan *pecking order theory* bahwa perusahaan yang likuid cenderung memilih menggunakan dana internalnya sehingga akan lunasnya utang lancar akan mengurangi tingkat utang yang dimiliki perusahaan. Selain itu penelitian-penelitian terdahulu yang menyebutkan bahwa likuiditas berpengaruh terhadap struktur modal adalah penelitian-penelitian yang dilakukan oleh Prastika & Candradewi (2019), Oktaviana, dkk (2020), Qosidah & Romadhon (2021) Wijandari (2020). Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

Ha1 = Likuiditas berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

Hubungan Profitabilitas dengan Struktur Modal

Profitabilitas dapat digambarkan sebagai kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba. Perusahaan akan saling bersaing untuk memperoleh laba sebesar-besarnya dalam menjalankan kegiatan operasionalnya. Putri & Dillak (2018) menjelaskan dalam penelitiannya bahwa jika profitabilitas perusahaan semakin tinggi maka struktur modal dari perusahaan tersebut akan semakin rendah karena akan berdampak pada bertambahnya laba ditahan yang terdapat dalam struktur modal. Hal ini menunjukan kondisi yang sangat bagus karena sesuai dengan *pecking order theory* bahwa perusahaan cenderung menggunakan sumber dana internalnya yang berasal dari laba (Pratama & Susanti, 2019). Profitabilitas dapat diukur dengan menggunakan rumus *Return on Assets* (ROA). Selain itu, pernyataan diatas didukung oleh penelitian-penelitian yang dilakukan oleh Hadi et al., (2016), Juliantika & Dewi (2016), Denziana & Yunggo (2017), dan Wijandari (2020) yang menyatakan profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal. Sehingga berdasarkan uraian yang telah dijelaskan, maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut:

Ha2 = Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

Hubungan Non-Debt Tax Shield dengan Struktur Modal

Non-debt tax shield bersumber dari beban depresiasi aset tetap, dimana akan berpengaruh sebagai pengurang pajak (Putri & Dillak, 2018). *Non-debt tax shield* juga merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi struktur modalnya, terutama perusahaan yang menghindari penggunaan utang agar meminimalkan risiko kebangkrutan (Wulandari & Artini, 2019). Dewi & Dana (2017) menjelaskan jika perusahaan memiliki *non-debt tax shield* yang tinggi berarti perusahaan tersebut memiliki struktur modal yang rendah karena jumlah utang yang digunakan rendah. *Non-debt tax shield* diproksikan dengan rumus jumlah depresiasi dibagi dengan total aset. hal ini sejalan dengan penelitian-penelitian yang dilakukan oleh Hadi et al., (2016), Annisa, dkk (2020) dan Wijandari (2020) yang mengatakan *Non-Debt Tax Shield* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Dari uraian tersebut, maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut :

Ha3 = Non-Debt Tax Shield berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal

Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, dan Non-Debt Tax Shield terhadap Struktur Modal

Banyak faktor yang dapat mempengaruhi struktur modal, salah satunya adalah Likuiditas, Profitabilitas dan *Non-Debt Tax Shield*. Hal ini selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Annisa, dkk (2020) yang menyatakan bahwa variabel profitabilitas, *non-debt tax shield*, struktur aktiva, ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap struktur modal. Dimana dalam penelitian tersebut, likuiditas diproksikan dengan menggunakan *current ratio*, profitabilitas diproksikan dengan ROA dan *non-debt tax shield* diproksikan dengan depresiasi dibagi dengan total aktiva. penelitian yang dilakukan oleh Prastika & Candradewi (2019) menyebutkan bahwa variabel profitabilitas, struktur aktiva, dan likuiditas secara simultan memiliki pengaruh terhadap struktur modal.

Berdasarkan kedua penelitian memiliki perbedaan atas faktor apa saja yang mempengaruhi struktur modal, maka penulis tertarik untuk mengkombinasikan beberapa faktor yang terdapat dari masing-masing jurnal tersebut, dengan menjadikan likuiditas, profitabilitas, dan *non-debt tax shield* sebagai variabel independen yang memiliki pengaruh terhadap variabel dependennya yaitu struktur modal.

Ha4 = Likuiditas, Profitabilitas, dan Non-Debt Tax Shield berpengaruh terhadap Struktur Modal

Hubungan Struktur Modal dengan *Stock Return*

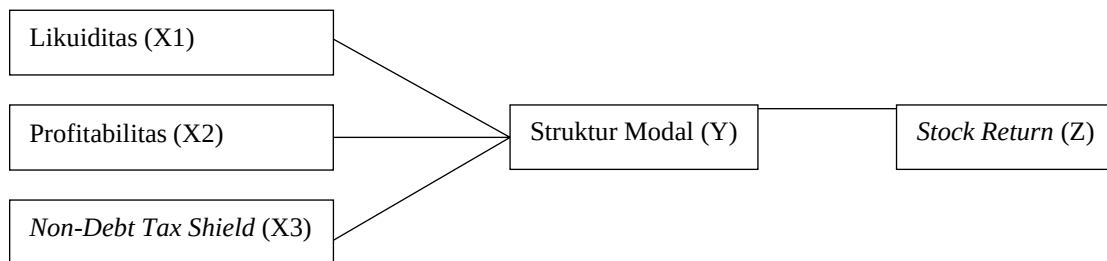
Struktur modal terdiri dari utang dan modal yang diproksikan menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER). Devi & Artini (2019) menjelaskan DER memperlihatkan risiko, dimana semakin tinggi DER maka semakin tinggi pula risiko perusahaan, investor akan menghindari saham-saham yang dimiliki oleh perusahaan yang DERnya tinggi. Jika investor menjual saham ke pasar atau jumlah peminat dari saham tersebut menurun maka akan berdampak pada menurunnya harga saham sehingga *return* saham/*stock return* menurun. Hal ini selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Basalama, dkk (2017) dan Devi & Artini (2019) yang menyatakan Struktur Modal berpengaruh negatif terhadap *Stock Return*. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut:

H5 = Struktur Modal berpengaruh negatif terhadap *Stock Return*

Perumusan Hipotesis

- Ha₁ : Likuiditas berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal
- Ha₂ : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal
- Ha₃ : *Non-Debt Tax Shield* berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal
- Ha₄ : Likuiditas, Profitabilitas, *Non-Debt Tax Shield* berpengaruh terhadap Struktur Modal
- Ha₅ : Struktur Modal berpengaruh negatif terhadap *Stock Return*

Kerangka pemikiran



Gambar 1. Kerangka Penelitian

Sumber : Data Olahan

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan subsektor konstruksi dan bangunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2020 yang terdiri dari 17 perusahaan. Sampel pada penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* yang mana kriteria dalam pengambilan sampel adalah : (1) Perusahaan Subsektor Konstruksi dan Bangunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2020. (2) Perusahaan yang IPO dibawah tahun 2015. Berdasarkan populasi dari penelitian ini, hanya 10 perusahaan yang memenuhi kriteria sampel tersebut, berikut daftar sampel pada penelitian ini :

Tabel 2. Daftar Sampel Penelitian pada Perusahaan Subsektor Konstruksi dan Bangunan

No	Kode Emiten	Nama Emiten
1	ACST	PT Acset Indonusa Tbk.
2	ADHI	PT Adhi Karya (Persero) Tbk.
3	DGIK	Nusa Konstruksi Enjiniring Tbk
4	JKON	Jaya Konstruksi Manggala Pratama Tbk
5	NRCA	PT Nusa Raya Cipta Tbk.
6	PTPP	PP (Persero) Tbk
7	SSIA	PT Surya Internusa Tbk
8	TOTL	Total Bangun Persada Tbk
9	WIKI	PT Wijaya Karya (Persero) Tbk
10	WSKT	PT Waskita Karya (Persero) Tbk

Sumber : www.idx.co.id

Definisi Operasional Variabel

Penelitian ini menggunakan variabel sebagai berikut :

Tabel 3. Operasional Variabel Penelitian

No	Variabel	Definisi	Indikator	Skala
1.	Likuiditas (X1)	Harahap (2018,:301) menjelaskan Rasio likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menyelesaikan kewajiban jangka pendeknya. Rasio-rasio ini dapat dihitung melalui sumber informasi tentang modal kerja yaitu pos-pos aktiva lancar dan utang lancar.	Rasio Lancar = $\frac{Aktiva Lancar}{Utang Lancar}$	Rasio
2.	Profitabilitas (X2)	Harahap (2018, hlm. 304) menyebutkan Rasio Rentabilitas atau disebut juga Profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan mendapatkan laba melaluisemua kemampuan, dan sumber yang ada seperti kegiatan penjualan, kas, modal, jumlah karyawan, jumlah cabang, dan sebagainya. Rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba disebut juga Operating Ratio.	Return On Assets = $\frac{EAIT}{Total Assets}$	Rasio
3.	Non-Debt Tax Shield (X3)	Wulandari & Artini (2019) menyebutkan <i>Non-debt tax shield</i> adalah penghematan pajak sebagai akibat dari pembebanan depresiasi aktiva berwujud yang dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan.	NDTS = $\frac{Jumlah Depresiasi}{Total Aset}$	Rasio
4.	Struktur Modal (Y)	Menurut Efendi & Dewianawati (2021:141) Struktur Modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing dengan modal sendiri. Modal asing dalam hal ini adalah hutang jangka panjang maupun jangka pendek. Sedangkan modal sendiri terbagi atas laba ditahan dan penyertaan kepemilikan perusahaan	Debt to Equity Ratio = $\frac{Total Utang}{Ekuitas}$	Rasio
5.	Return (Z)	Menurut Hartono, 2017:283) <i>Return</i> merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. <i>return</i> dapat berupa return realisasian yang sudah terjadi, atau <i>return</i> ekspektasian yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi dimasa mendatang.	Stock Return = $\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$	Rasio

Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari *annual report* periode 2015-2020 pada situs www.idx.co.id.

Teknik Analisis Data

Pengujian asumsi klasik pada penelitian ini meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. Terdapat 2 (dua) model dalam penelitian ini. Model pertama diuji dengan menggunakan teknik analisis regresi linier berganda untuk menguji X terhadap Y sedangkan untuk model kedua menggunakan teknik analisis regresi linier sederhana untuk menguji Y terhadap Z. Pengujian terhadap hipotesis menggunakan uji t dan uji f.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Uji Asumsi Klasik

Uji normalitas yang dilakukan pada penelitian ini untuk menguji normalitas data yang menggunakan uji *One-Sample Kolmogorov-Smirnov* (K-S), menggunakan tingkat signifikansi 0,05. Dasar pengambilan keputusan dengan uji *one-kolmogorov smirnov* adalah nilai *Asymp Sig* harus melebihi 0,05 yang mana pada penelitian ini nilai dari *asymp. Sig* sudah melebihi 0,05 yaitu 0,200. Sehingga data dalam penelitian ini dapat dikatakan berdistribusi normal.

Uji multikolinearitas dilakukan untuk menguji apakah sebuah model regresi ditemukan adanya korelasi atau tidak di antara masing-masing variabel independennya. Dalam mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas dalam variabel independen dapat menggunakan *Variance Inflation Factor* (VIF) dan nilai *Tolerance* pada SPSS, dimana nilai $VIF \geq 10$ dan nilai $Tolerance \leq 0,10$. Hasil uji multikolinearitas menunjukkan bahwa seluruh variabel memiliki nilai $tolerance \geq 0,10$ yaitu sebesar 0,830 untuk variabel likuiditas (X1); 0,830 untuk variabel profitabilitas (X2); dan 0,977 untuk variabel *non-debt tax shield*, serta dapat dilihat juga seluruh variabel memiliki nilai $VIF \leq 10$ yaitu sebesar 1,205 untuk variabel likuiditas (X1); 1,223 untuk variabel profitabilitas (X2); dan 1,023 untuk variabel *non-debt tax shield* (X3). Sehingga dapat dikatakan seluruh variabel tidak terdeteksi adanya multikolinearitas (antar variabel bebas tidak memiliki hubungan), yang artinya uji multikolinearitas terpenuhi.

Uji Heteroskedastisitas dilakukan dengan tujuan apakah sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* atau tidak. Hasil uji yang baik adalah yang tidak terjadi heteroskedastisitas atau homoskedastisitas. Hasil uji heteroskedastisitas menggambarkan bahwa titik-titik yang ada tidak membentuk pola yang jelas dan titik-titik menyebar dibawah angka 0 pada sumbu Y. Sehingga dapat disimpulkan, tidak terjadi heteroskedastisitas, yang artinya uji heteroskedastisitas dapat terpenuhi.

Pengujian Autokorelasi yang digunakan adalah uji *durbin-watson* (DW test) dengan cara membandingkan nilai *durbin-watson* (DW) dengan nilai kritisnya (dL dan dU). Penelitian yang baik adalah penelitian yang tidak terkena autokorelasi. Hasil pengujian autokorelasi yang kedua dengan melakukan *treatment cochrance-ortcutt* menghasilkan nilai *durbin-watson* yang lebih besar. Dilihat pada tabel *durbin-watson* pada tingkat signifikansi 0,05 dengan n (jumlah data) = 60 dan k (jumlah variabel independen) = 3, menunjukkan nilai dL = 1,4797; nilai dU = 1,6889; dan nilai 4-dU = 2,3111. Syarat tidak terjadi autokorelasi yaitu jika $dU < d < 4-dU$. Pengujian kedua ini telah memenuhi karena $dU < d < 4-dU$ / $1,6889 < 1,924 < 2,3111$. Sehingga penelitian ini telah lolos uji autokorelasi yang artinya dalam penelitian ini tidak terjadi autokorelasi antara variabel independent.

Hasil Uji Analisis Regresi Linier Model 1 dan Model 2

Persamaan regresi linier berganda dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

Struktur Modal = - 0,004 – (0,693 x Likuiditas) + (0,064 x Profitabilitas) – (0,340 *Non-Debt TaxShield*).
Adapun persamaan regresi linier sederhananya yaitu sebagai berikut:

$$Stock Return = -0,105 - (0,019 \times \text{Struktur Modal})$$

Hasil Uji Analisis Korelasi

Pengujian analisis korelasi adalah angka yang menunjukkan arah dan kuatnya hubungan antar dua variabel maupun lebih. Analisis ini juga digunakan untuk mengetahui derajat hubungan antar dua variabel atau lebih hubungan variabel X dan variabel Y. Analisis korelasi ini menggunakan analisis *Pearson Product Moment*, yang bertujuan untuk mengetahui korelasi hubungan masing-masing variabel X terhadap variabel Y. Hasil interpretasi dari pengujian analisis korelasi yang sebelumnya telah dilakukan adalah: (1) Hubungan antar variabel Likuiditas dengan variabel Struktur Modal memiliki hubungan yang kuat, nilai koefisien korelasi menunjukkan angka negatif, hal ini menunjukkan bahwa setiap kenaikan Likuiditas akan disertai dengan penurunan Struktur Modal. (2) Hubungan antara variabel Profitabilitas dengan variabel Struktur modal memiliki hubungan yang sangat rendah, nilai koefisien korelasi menunjukkan angka positif, hal ini menunjukkan bahwa setiap kenaikan

Profitabilitas akan disertai dengan kenaikan Struktur Modal. (3) Hubungan antara variabel *Non-Debt Tax Shield* dengan variabel Struktur Modal memiliki hubungan yang rendah, nilai koefisien korelasi menunjukkan angka negatif, hal ini menunjukkan bahwa setiap kenaikan *Non-Debt Tax Shield* akan disertai dengan penurunan Struktur Modal.

Hasil Uji Analisis Koefisien Determinasi

Pengujian analisis koefisien determinasi yang pertama digunakan untuk melihat seberapa besar tingkat pengaruh variabel independen yaitu Likuiditas, Profitabilitas, dan *Non-Debt Tax Shield* terhadap variabel dependennya yaitu Struktur Modal. Nilai koefisien determinasi dapat ditunjukkan dengan nilai *R square*. Nilai *R square* digunakan untuk mengetahui tingkat pengaruh/keeratn hubungan variabel independen terhadap variabel dependen. karena jumlah variabel independen lebih dari satu, maka nilai koefisien determinasi dapat pada *Adjusted R Square* yaitu sebesar 0,583. Hal ini berarti bahwa Likuiditas, Profitabilitas, dan *Non-Debt Tax Shield* dalam penelitian ini memiliki pengaruh/keeratn hubungan sebesar 58,3% sedangkan sisanya yaitu sebesar 41,7% dipengaruhi oleh variabel-variabel lain diluar dari variabel pada penelitian ini. Angka 58,3% menunjukkan bahwa variabel X1,X2,X3 pada penelitian ini memiliki pengaruh yang cukup berarti terhadap variabel Y.

Selanjutnya pengujian analisis koefisien determinasi yang kedua digunakan untuk melihat seberapa besar tingkat pengaruh variabel independen yaitu Struktur Modal terhadap variabel dependennya yaitu *Stock Return*. Nilai koefisien determinasi dapat ditunjukkan dengan nilai *R square*. Nilai koefisien determinasi pada kolom *R Square* yaitu sebesar 0,004. Hal ini berarti bahwa Struktur Modal dalam penelitian ini memiliki pengaruh/keeratn hubungan sebesar 0,4% sedangkan sisanya yaitu sebesar 99,6% dipengaruhi oleh variabel-variabel lain diluar dari variabel pada penelitian ini. Angka 0,4% menunjukkan bahwa variabel Y pada penelitian ini tidak memiliki pengaruh terhadap variabel Z.

Hasil Uji Hipotesis

Uji hipotesis secara parsial (uji t) pada bagian ini adalah untuk menguji variabel independen yaitu Likuiditas (X1), Profitabilitas (X2), dan *Non-Debt Tax Shield* (X3) terhadap Struktur Modal (Y). Hasil uji hipotesis parsial (uji t) X terhadap Y menunjukkan bahwa : (1) Nilai signifikansi menunjukkan 0,000, dimana 0,000 lebih kecil dari 0,05 atau $0,000 < 0,05$, maka dapat dikatakan bahwa Ha_1 diterima. Maka dapat ditarik kesimpulan bahwa secara parsial variabel likuiditas berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. (2) Nilai signifikansi menunjukkan 0,459, dimana 0,459 lebih besar dari 0,05 atau $0,459 > 0,05$, maka dapat dikatakan bahwa Ha_2 ditolak. Maka dapat ditarik kesimpulan bahwa secara parsial variabel profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. (3) Nilai signifikansi menunjukkan 0,000, dimana 0,000 lebih kecil dari 0,05 atau $0,000 < 0,05$, maka dapat dikatakan bahwa Ha_3 diterima. Maka dapat ditarik kesimpulan bahwa secara parsial variabel *non-debt tax shield* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Uji hipotesis secara parsial (uji t) adalah untuk menguji variabel independen yaitu Struktur Modal (Y) terhadap *Stock Return* (Z). Nilai signifikansi menunjukkan 0,630 dimana 0,630 lebih besar dari 0,05 atau $0,630 > 0,05$, maka dapat dikatakan bahwa Ha_5 diterima. Maka dapat ditarik kesimpulan bahwa secara parsial variabel struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Uji hipotesis selanjutnya adalah uji hipotesis secara simultan (uji f) digunakan untuk menentukan apakah variabel independen secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen atau tidak.. Hasil dari pengujian hipotesis secara simultan (uji f) menunjukkan tingkat signifikansi sebesar 0,000, nilai tersebut lebih kecil dari 0,05 ($0,000 < 0,05$). Oleh sebab itu, dapat ditarik kesimpulan bahwa secara simultan variabel likuiditas, profitabilitas, dan *non-debt tax shield* berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan subsektor konstruksi dan bangunan yang terdaftar di bursa efek Indonesia periode 2015-2020.

Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal

Likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menyelesaikan kewajiban jangka pendeknya (Harahap, 2018, hlm. 301). Likuiditas pada penelitian ini diukur menggunakan rasio lancar (*current ratio*). Hasil dari penelitian ini diperoleh likuiditas memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Menurut (Septiana, 2019) Perusahaan yang baik adalah perusahaan yang likuid atau memiliki nilai rasio likuiditas yang tinggi, jika tingkat likuiditas tinggi berarti perusahaan mampu membayar utang jangka pendeknya dengan baik sehingga akan menurunkan tingkat DER suatu perusahaan, yang mana DER yang rendah mencerminkan struktur modal perusahaan yang optimal. hal ini sesuai dengan hasil yang didapatkan oleh penelitian ini. Hasil dari penelitian ini menunjukkan rata-rata likuiditas perusahaan subsektor konstruksi dan bangunan periode 2015-2020 mencapai 1,43 dimana ini bisa dikatakan perusahaan cukup mampu dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, sehingga berpengaruh terhadap DER yang semakin menurun.

Selain itu, hasil penelitian ini juga sudah sesuai dengan teori yang digunakan, yaitu *pecking order theory* bahwa perusahaan dengan likuiditas yang tinggi akan lebih memilih pendanaan internal pada kegiatan usahanya, sehingga akan menurunkan tingkat utang perusahaan (Juliantika & Dewi, 2016). Penelitian ini juga

selaras dengan fenomena yang terjadi pada beberapa tahun terakhir yang menyebutkan tingkat utang yang merangkak naik. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Farisa & Widati (2017), Prastika & Candradewi (2019), dan Wijandari (2020), yang menyatakan bahwa likuiditas yang diukur dengan *current ratio* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan (Kasmir, 2019, hlm. 196). Penelitian ini menggunakan ROA sebagai indikator perhitungan profitabilitas. Hasil dari penelitian menunjukkan profitabilitas tidak berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap struktur modal. Hal ini dikarenakan rata-rata nilai ROA perusahaan subsektor konstruksi dan bangunan periode 2015-2020 memiliki rata-rata sebesar 1,66%, dimana rata-rata ini cenderung rendah, apalagi rata-rata pada tahun 2020 bernilai negatif 4,68% atau bisa dikatakan mengalami kerugian. Sehingga dapat ditarik kesimpulan perusahaan tidak menentukan struktur modal berdasarkan besarnya nilai profitabilitas, begitupun sebaliknya.

Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Putri & Dillak (2018) yang juga mengatakan, hal ini dikarenakan perusahaan tidak melihat dari besar atau kecilnya jumlah laba yang diperoleh dalam menentukan struktur modal, melainkan karena perusahaan telah menetapkan struktur modal berdasarkan besarnya manfaat serta biaya modal yang timbul akibat penggunaan utang dalam rangka mendukung kegiatan operasional perusahaan. Selain itu juga, arah dari hasil penelitian ini bertentangan dengan hipotesis yang telah dikemukakan, hal ini disebabkan karena perusahaan cenderung membagikan hasil keuntungan tersebut kepada pemegang saham dalam bentuk deviden dan di sisi lain utang yang terus bertambah.

Penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hadi et al., (2016) dan penelitian Denziana & Yunggo (2017) yang menyatakan profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal. Namun penelitian ini selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Farisa & Widati (2017) dan Putri & Dillak (2018) yang menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Pengaruh Non-Debt Tax Shield terhadap Struktur Modal

Non-Debt Tax Shield berasal dari beban depresiasi aset tetap yang akan berpengaruh sebagai pengurang pajak perusahaan (Putri & Dillak, 2018). Indikator dalam mengukur *Non-Debt Tax Shield* menggunakan jumlah depresiasi dibagi dengan total aset. Perusahaan subsektor konstruksi dan bangunan memiliki banyak aset tetap, dimana hal ini dapat digunakan perusahaan untuk penghematan pajak. Annisa, dkk (2020) juga menyebutkan *non-debt tax shield* merupakan pengurangan pajak yang berasal dari depresiasi aktiva tetap. *Non-Debt Tax Shield* pada penelitian ini memiliki pengaruh negatif terhadap Struktur Modal, hal ini dikarenakan semakin tinggi *non-debt tax shield* maka perusahaan akan semakin besar menerima manfaat dari pengurangan pajak yang diterima. Sehingga semakin meningkat pula sumber dana internal yang dimiliki yang berdampak pada semakin menurunnya kebutuhan dana eksternal berupa utang (Dewi & Dana, 2017). Selain itu, hasil penelitian ini menunjukkan nilai NDTs perusahaan subsektor konstruksi dan bangunan periode 2015-2020 memiliki nilai rata-rata sebesar 0,0140 yang mencerminkan nilai yang cukup tinggi, hal ini berarti perusahaan subsektor konstruksi dan bangunan dapat menerima manfaat dari pengurangan pajak, yang berdampak pada DER akan semakin rendah atau bisa dikatakan perusahaan memiliki struktur modal yang optimal. Hal ini juga sesuai dengan *pecking order theory* yang menjelaskan urutan pendanaan yaitu perusahaan cenderung menggunakan dana internalnya terlebih dahulu, sebelum menggunakan dana eksternal berupa utang.

Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Annisa, dkk (2020), Hadi et al., (2016) dan Wijandari (2020) menyatakan bahwa *Non-Debt Tax Shield* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap Struktur Modal.

Pengaruh Struktur Modal terhadap Stock Return

Struktur modal merupakan perimbangan total utang dengan modal perusahaan. Struktur modal dalam penelitian ini menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap *stock return*, hal ini disebabkan karena *leverage* (DER) pada perusahaan konstruksi dan bangunan periode 2015-2020 memiliki rata-rata DER sebesar 266,14% yang mana persentase tersebut terbilang cukup tinggi, terutama pada tahun 2019 dimana rata-rata DER mencapai 530,59 sehingga hal ini menyebabkan DER kurang diperhatikan oleh para investor dalam mengambil keputusan berinvestasi. Investor cenderung memilih faktor lain, salah satunya profitabilitas sebagai bahan pertimbangannya. Selain itu juga, *stock return* dari perusahaan konstruksi dan bangunan cenderung tidak stabil karena harga saham dari perusahaan konstruksi dan bangunan yang berfluktuatif dengan trend cenderung menurun tiap tahunnya, dimana menyebabkan *stock return* menjadi negatif, hal ini terjadi karena perusahaan mengabaikan *corporate action* yang dapat dilihat dari ROA perusahaan konstruksi dan bangunan yang berfluktuasi namun cenderung menurun tiap tahunnya.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Basalama, dkk (2017) dan Devi & Artini (2019) yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap *stock return*, menurutnya DER yang tinggi akan mencerminkan perusahaan yang memiliki risiko yang

tinggi pula karena tingkat utang yang tinggi, hal ini berdampak pada saham yang tidak diminati oleh investor. Namun, hasil penelitian ini selaras dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh E. S. Wulandari, dkk (2017) dan (Sariningsih & Aprilia, 2017) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh signifikan dengan arah negatif dengan *stock return*.

Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, dan Non-Debt Tax Shield terhadap Struktur Modal

Hasil uji hipotesis simultan (uji f) yang telah dilakukan sebelumnya mengindikasikan bahwa semakin tinggi persentase dari variabel independen yaitu likuiditas, profitabilitas, dan *non-debt tax shield* secara bersama-sama akan mempengaruhi struktur modal begitu juga sebaliknya. Struktur modal yang diprosikan dengan DER ini mencerminkan perimbangan utang dengan modal yang dimiliki, struktur modal juga mencerminkan risiko perusahaan karena jika utang semakin tinggi maka semakin tinggi perusahaan tersebut mendapatkan risiko dari utang tersebut. Penelitian ini menunjukan faktor apa saja yang dapat mempengaruhi struktur modal tersebut, dan menghasilkan bahwa likuiditas, profitabilitas, dan *non-debt tax shield* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

PENUTUP

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan penelitian, yaitu sebagai berikut : (1) Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dalam penelitian ini hanya terdiri dari tiga variabel, penelitian ini hanya mencakup sekitar 58,3% terhadap struktur modal, sedangkan ada 41,7% faktor lain yang mempengaruhi struktur modal. Begitupun faktor yang mempengaruhi *stock return*. (2) Waktu penelitian yang dilaksanakan relatif singkat. (3) Periode penelitian cenderung singkat hanya enam tahun. (3) Populasi hanya meneliti satu subsektor saja.

Kesimpulan penelitian ini adalah sebagai berikut : (1) Likuiditas pada perusahaan subsektor konstruksi dan bangunan memperoleh rata-rata nilai likuiditas yang fluktuatif cenderung menurun selama tahun 2015 sampai dengan tahun 2020. (2) Profitabilitas pada perusahaan subsektor konstruksi dan bangunan memperoleh rata-rata nilai profitabilitas yang fluktuatif cenderung menurun selama tahun 2015 sampai dengan tahun 2020. (3) *Non-Debt Tax Shield* pada perusahaan subsektor konstruksi dan bangunan 2020 memperoleh rata-rata nilai *Non-Debt Tax Shield* yang fluktuatif cenderung meningkat selama tahun 2015 sampai dengan tahun 2020. (4) Struktur Modal pada perusahaan subsektor konstruksi dan bangunan memperoleh rata-rata nilai Struktur Modal yang fluktuatif cenderung meningkat selama tahun 2015 sampai dengan tahun 2020. (5) *Stock Return* pada perusahaan subsektor konstruksi dan bangunan memperoleh rata-rata nilai *Stock Return* yang fluktuatif cenderung menurun selama tahun 2015 sampai dengan tahun 2020.

Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, dan *Non-Debt Tax Shield* terhadap Struktur Modal serta Dampaknya terhadap *Stock Return* pada Perusahaan Subsektor Konstruksi dan Bangunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2020, yaitu sebagai berikut : (1) Likuiditas secara parsial berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal. (2) Profitabilitas secara parsial tidak berpengaruh terhadap Struktur Modal. (3) *Non-Debt Tax Shield* secara parsial berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal. (4) Likuiditas, Profitabilitas, dan *Non-Debt Tax Shield* secara simultan berpengaruh terhadap Struktur Modal. (5) Struktur Modal tidak berpengaruh terhadap *Stock Return*.

Adapun beberapa saran yang untuk para peneliti selanjutnya adalah (1) Peneliti selanjutnya diharapkan dapat menambahkan variabel independen lain dalam penelitiannya seperti contoh: Struktur Aktiva, Risiko Bisnis, serta Kebijakan Dividen. (2) Peneliti Selanjutnya diharapkan dapat menambah periode penelitian minimal 10 tahun. (3) Peneliti selanjutnya diharapkan dapat memperluas sektor populasi yang saling berkaitan. Sedangkan saran bagi industri terkait adalah disarankan untuk lebih memperhatikan Likuiditas dan *Non-Debt Tax Shield* sebagai bahan untuk mempertimbangkan dalam menentukan Struktur Modal.

DAFTAR RUJUKAN

- Amri, A., & Ramdani, Z. (2020). Pengaruh Nilai Tukar, Kebijakan Dividen Dan Struktur Modal Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Index. *Jurnal Ilmu Keuangan Dan Perbankan (JIKA)*, 10(1), 17–36. <https://doi.org/10.34010/jika.v10i1.3556>
- Annisa, F. N., Samrotun, Y. C., & Fajri, R. N. (2020). Dimensi Struktur Modal pada Perusahaan Property and Real Estate. *Owner (Riset Dan Jurnal Akuntansi)*, 4(2), 273. <https://doi.org/10.33395/owner.v4i2.209>
- Basalama, I. S., Murni, S., & Sumarauw, J. S. . (2017). Pengaruh Current Ratio, DER, dan ROA terhadap Return Saham pada Perusahaan Automotif dan Komponen Periode 2013-2015. *Jurnal EMBA*, 5(2), 1793–1803.
- Denziana, A., & Yunggo, E. D. (2017). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Perusahaan pada Perusahaan Real Estate And Property yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 8(1). <https://doi.org/10.36448/jak.v8i1.825>
- Devi, N. N. S. J. P., & Artini, L. G. S. (2019). Pengaruh ROE, DER, PER, Dan Nilai Tukar Terhadap Return Saham. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 8(7),

4183.

<https://doi.org/10.24843/ejmunud.2019.v08.i07.p07>

Dewi, N. K. T. S., & Dana, I. M. (2017). pengaruh growth opportunity, likuiditas, non-debt tax shield dan fixed asset ratio terhadap struktur modal Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali, Indonesia. *E- Jurnal Manajemen Unud*, 6(2), 772–801.

Efendi, M. J., & Dewianawati, D. (2021). *Manajemen Keuangan*. Bintang Pustaka Madani.

Farisa, N. A., & Widati, L. W. (2017). Analisa Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aktiva dan Kebijakan Dividen terhadap Struktur Modal. *Prosiding Seminar Nasional Multi Disiplin Ilmu & Call For Papers UNISBANK Ke-3 (SENDI_U 3)*, 2011, 640–649.

Hadi, A. R. A., Hamad, S. A., & Suryanto, T. (2016). Capital Structure Determinants: Evidence From Palestine and Egypt Stock Exchanges. *Ikonomika*, 1(2), 118. <https://doi.org/10.24042/febi.v1i2.147>

Harahap, S. S. (2018). *Analisis Kritis atas Laporan Keuangan* (1st ed.). PT RajaGrafindo Persada. Hartono, J. (2017). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi* (11th ed.). BPFE-Yogyakarta.

Juliantika, N., & Dewi, M. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Likuiditas, Dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Property Dan Realstate. *None*, 5(7), 251028.

Kasmir. (2019). *Analisis Laporan Keuangan* (Revisi). PT RajaGrafindo Persada.

Muniarty, P., Retnandari, S. D., P.S, T. E. A., Arraniri, I., Yulistiyono, A., Awaluddin, R., Djuniardi, D., Hakim, L. N., Purba, S., & HS, S. (2021). *Strategi Pengelolaan Manajemen Risiko Perusahaan* (E. H. Manurung(ed.)). Penerbit Insania.

Prastika, N. P. Y., & Candradewi, M. R. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva, Dan Likuiditas Terhadap Struktur Modal Perusahaan Subsektor Konstruksi Bangunan Di Bei. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 8(7), 4444. <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2019.v08.i07.p16>

Putri, I. A., & Dillak, V. J. (2018). Pengaruh Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Non-Debt Tax Shield Terhadap Struktur Modal. *JAF- Journal of Accounting and Finance*, 2(2), 41. <https://doi.org/10.25124/jaf.v2i2.2126>

Sariningsih, E., & Aprilia, A. (2017). Pengaruh Arus Kas Operasi, Nilai Perusahaan, Struktur Modal Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Return Saham (Studi Empiris Pada Perusahaan Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2011 2015). *Jurnal Riset Akuntansi Dan Manajemen*, 6(2), 159–164. <http://ejurnalmalahayati.ac.id/index.php/risetekonomi/article/view/2151>

Septiana, A. (2019). *Analisis Laporan Keuangan Konsep Dasar dan Deskripsi Laporan Keuangan* (R. Hermawan (ed.)). Duta Media Publishing.

Wijandari, A. (2020). Determinan Terhadap Struktur Modal Dengan Non Debt Tax Shield Sebagai Moderasi (Studi Pada Perusahaan Properti, Real Estate dan Konstruksi Bangunan Yang Terdaftar Di BEI Periode 2015-2018). *Tirtayasa Ekonomika*, 15(1), 175. <https://doi.org/10.35448/jte.v15i1.7463>

Wulandari, E. S., Sunarko, B., & Tohir. (2017). Determinan Struktur Modal Dan Pengaruhnya Terhadap Return Saham Pada Industri Barang Dan Konsumsi Yang Terdaftar Di Bei. *Performance*, 24(1), 91. <https://doi.org/10.20884/1.performance.2017.24.1.313>

Wulandari, N. P. I., & Artini, L. G. S. (2019). Pengaruh Likuiditas, Non-Debt Tax Shield, Ukuran Perusahaan Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 8(6), 3560. <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2019.v08.i06.p10>