

**PENGARUH *LEVERAGE* TERHADAP PROFITABILITAS DAN *RETURN*  
SAHAM DENGAN INTERVENING *ASSET GROWTH* PADA  
PERUSAHAAN *GO PUBLIC* DI BEI PERIODE 2011-2019**

Oleh:

**Akhmad Syarifudin**

*Universitas Putra Bangsa, Fakultas Ekonomi Dan Bisnis,  
Program Study Akuntansi*

Email:

akhmadsyartifudin89@gmail.com

**ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *leverage* terhadap profitabilitas dan *return* saham dengan intervening *Asset Growth* pada dua group emiten dengan rasio utang tinggi dan rendah. Analisis diarahkan untuk mendeteksi karakteristik fundamental emiten yang prospektif terhadap profit dan return. Metode penelitian menggunakan analisis jalur SEM-Smart PLS dengan 300 sampel *purposive* pada seluruh sektor di Bursa Efek Indonesia 2011-2019. Hasil group I ( $DAR < 50\%$ ) DAR berpengaruh positif terhadap AG; negatif terhadap ROA; dan tidak memengaruhi ROE; Sedangkan AG memengaruhi ROE & PBV. Hasil hubungan tak langsung: AG memediasi DAR terhadap RS melalui ROE, tapi AG tidak memediasi DAR terhadap RS melalui PBV. Menunjukkan pada tingkat *leverage* rendah, kenaikan utang akan meningkatkan profitabilitas, sedangkan pertumbuhan aset akan menaikkan harga saham. Kemudian jika asetnya tumbuh tanpa menambah utang maka profitabilitas dan harga saham semakin meningkat sehingga return makin tinggi. Hasil group II ( $DAR \geq 50\%$ ) DAR berpengaruh negatif terhadap AG & ROA, tapi tidak memengaruhi ROE. Sedangkan AG memengaruhi PBV, tetapi AG tidak memengaruhi ROE. Hasil uji pengaruh tak langsung: AG memediasi DAR terhadap RS melalui PBV, tetapi AG tidak memediasi DAR terhadap RS melalui ROE. Menunjukkan pada tingkat *leverage* tinggi, kenaikan utang akan menurunkan total aset dan sebaliknya, tapi tidak memengaruhi profitabilitas (ROE), dan jika utangnya menurun disertai kenaikan aset maka harga sahamnya akan naik. Penelitian ini menemukan bukti tentang efektifitas tingkat *leverage* pada struktur modal yang optimal, artinya perubahan rasio solvabilitas pada level tertentu sangat efektif dalam memengaruhi pertumbuhan *asset*, profitabilitas dan kenaikan harga saham (*return*).

Kata Kunci: *Asset Growth*, *Leverage*, PBV, ROE, *Return* saham

### ABSTRACT

*This study aims to determine the effect of leverage on profitability and stock returns by intervening in Asset Growth in two groups of issuers with high and low debt ratios. The analysis is directed at detecting the fundamental characteristics of issuers that are prospective to profit and return. The research method uses the SEM-Smart PLS path analysis with 300 purposive samples in all sectors on the Indonesia Stock Exchange 2011-2019. The results of group I (DAR <50%) DAR had a positive effect on AG; negative to ROA; and does not affect ROE; Meanwhile, AG affects ROE&PBV. Result of indirect relationship: AG mediates DAR to RS via ROE, but AG does not mediate DAR to RS via PBV. It shows that at a low level of leverage, an increase in debt will increase profitability, while asset growth will increase stock prices, and if assets grow without increasing debt, profitability and stock prices will increase so that returns are higher. The results of group II (DAR>50%) DAR had a negative effect on AG & ROA but did not affect ROE. While AG affects PBV, but AG does not affect ROE. Indirect effect test results: AG mediates DAR to RS through PBV, but AG does not mediate DAR to RS through ROE. It shows that at a high level of leverage, an increase in debt will reduce total assets and vice versa, but it does not affect profitability (ROE), and if the debt decreases with an increase in assets, the stock price will increase. This study found evidence about the effectiveness of the leverage level on the optimal capital structure, meaning that changes in the solvency ratio at a certain level are very effective in influencing asset growth, profitability, and stock price increases (return).*

Keywords: Asset Growth, Leverage, PBV, ROE, Stock Return

### A. PENDAHULUAN

Modal merupakan faktor penting bagi perusahaan untuk mendanai kegiatan operasional dalam mencari laba. Menguatnya permodalan akan menambah nilai asset dan likuiditas yang dapat mempengaruhi profitabilitas (laba). Profitabilitas merupakan indikator kinerja manajemen dalam memanfaatkan kekayaan/ asset perusahaan secara efisien dan efektif. Berbagai inovasi teknologi di era revolusi industri 4.0 telah menawarkan efisiensi biaya produksi dan pemasaran semakin kompetitif. Perkembangan teknologi tersebut menjadi peluang dan tantangan bagi perusahaan agar tetap *survive*. Dalam praktik penerapan strategi bisnis, perusahaan sering mengalami kendala modal. Keterbatasan dalam mengakses sumberdaya modal menjadi krusial dalam mencari dan menentukan pilihan solusi.

Suntikan modal pendiri cenderung bersifat sementara, karena kekuatan modal pemilik belum tentu selalu mencukupi. Alternatif sumber modal dapat dilakukan dengan mengubah status menjadi perusahaan *go public* dan *listing* di bursa efek untuk melakukan penawaran umum perdana (*initial public offering*). Jumlah emiten di BEI per Januari 2020 sebanyak 674. Pada akhir 2020 tercatat 51 emiten IPO (Hidayat, 2020). Selain itu, pemupukan modal juga dapat diperoleh dari pinjaman ke pihak eksternal untuk pembiayaan aset (*leverage*). Namun konsekuensi kebijakan utang (*financial policy*) akan menimbulkan beban bunga modal. Untuk

itu, keputusan mengakses utang harus dengan pertimbangan yang tepat agar profitabilitas makin meningkat dan bukan sebaliknya.

Pada perusahaan *go public*, keuntungan pemilik berasal dari profitabilitas (*dividen*) dan *return* saham. Profitabilitas dapat dipengaruhi faktor internal maupun eksternal, sedangkan *return* saham dapat dipengaruhi faktor mikro dan makro. Menurut (Samsul, 2016) faktor makro yang memengaruhi *return* saham meliputi tingkat bunga, inflasi, *kurs*, dan kondisi ekonomi dan politik. Sedangkan pengaruh dari faktor mikro meliputi (*Earning Per Share*, Nilai buku saham, rasio utang, profitabilitas dan rasio keuangan lainnya. Penilaian tingkat profitabilitas dapat diukur dengan rasio *return on asset* (ROA) ataupun *return on equity* (ROE), dan *return* saham dapat dinilai dengan rasio *price book value* (PBV). Sedangkan komposisi permodalan dapat diukur menggunakan *debt to asset ratio* (DAR) ataupun *debt to equity ratio* (DER).

Berdasarkan catatan BEI, sepanjang tahun 2020 pertumbuhan aktivitas *go public* diikuti *trend* pertumbuhan jumlah investor pasar modal, meskipun dalam situasi pandemi jumlah investor terus naik menjadi 3,87 juta investor atau naik 56 persen (Pratama, 2020). Investor usia di bawah 30 tahun mencapai 55% meskipun investasi kecil 30 triliun dan di atas 60 tahun hanya 4% dengan investasi Rp 360 triliun. Pada beberapa emiten harga sahamnya melonjak melebihi 100% yang disinyalir adanya sentimen vaksin Covid-19. Berikut gambaran fluktuasi perdagangan saham tahun 2020 (Dorimulu, Primus & Firdaus, 2021).

**Tabel 1**  
**Kenaikan Harga Saham Periode 2020**

Kode	Nama Perseroan Tbk	Harga Saham Rp	Kenaikan Harga Saham
CENT	Centratama Telekomunikasi Ind	150	105,48%
WIIM	Wismilak Inti Makmur	358	113,10%
KAEF	Kimia Farma	3.250	160,00%
SAPX	Satria Antaran Prima	2.200	165,06%
PNSE	Pudjiadi & Sons Estate	900	171,08%
INAF	Indofarma	3.300	279,31%
PYFA	Pyridam Farma	985	397,47%

Sumber: <https://investasi.kontan.co.id> (data diolah, 2021)

Tabel di atas menunjukkan lonjakan harga saham di atas 100% dari nilai ekuitasnya sepanjang 2020. Investor dalam jangka pendek (*trader*) meraih *capital gain* tinggi di atas rata-rata *ROE*, sehingga dalam transaksi perdagangan para *trader* cenderung mengabaikan nilai *dividen* (*EPS*). Pertimbangan investor lebih banyak dipengaruhi ekspektasi kenaikan nilai buku dan harga saham (*return*). Pergerakan harga saham dapat menjadi barometer kekuatan daya tarik suatu perusahaan bagi investor. Pada Januari-5 Feb 2021 rata-rata volume perdagangan harian di BEI 22,90 miliar saham dengan Rata-rata Nilai Transaksi Harian (RNTH) mencapai Rp 20,02 triliun (Mahadi, 2020).

Dari pengamatan empiris, hampir semua emiten di BEI mengakses utang dana eksternal. Proporsi utang dibanding aset (*debt to asset ratio*) dapat dibagi dalam kategori tingkat utang rendah dan tingkat utang tinggi. Untuk itu kerangka pemikiran dalam penelitian ini dibagi menjadi dua group emiten yang memiliki

DAR < 50% dan DAR ≥ 50%. Model pengelompokan emiten ini belum ditemukan pada penelitian sebelumnya. Dengan pembagian group tersebut diharapkan dapat mendeteksi karakteristik emiten yang memiliki prospek kenaikan profitabilitas dan return saham dari kedua kelompok. Berikut ini gambaran performa finansial pada beberapa perusahaan *go public* periode 2011-2019.

**Tabel 2**  
**Kinerja Perusahaan Go Public 2011-2018 (Trend Meningkat)**

Perusahaan (Kode Saham)	Tahun	Asset (Miliar)	Liabilities (Miliar)	DER (%)	Deviden ROE (%)	Nilai Buku	PBV	Harga Saham (Rp)
HMSP (Consumer Goods)	2011	19.330	9.027	0,9	78	94	16,6	1.500
	2018	46.602	11.244	0,3	38	304	12,2	4.710
MLBI (Consumer Goods)	2011	1.220	690	1,3	96	252	14,3	3.590
	2018	2.889	1.445	1,5	105	554	28,9	16.000
MKPI (Property)	2011	2.138	649	0,4	22	1.570	1,8	2.900
	2018	7.008	1.776	0,3	19	5.517	4,1	22.500

Sumber: <https://www.idx.co.id> (data diolah, 2021)

Sampel korporasi pada Tabel 2 di atas menunjukkan *track record* fundamental yang cukup bagus selama 9 tahun sejak 2011. Harga saham HMSP pada tahun 2011 Rp 1.500 naik menjadi Rp 4.710 ditahun 2018. Harga saham MLBI pada 2011 Rp 3.590 naik menjadi Rp 16.000 ditahun 2018 meskipun pernah mengalami fluktuasi dari harga Rp11.590 ditahun 2014 menjadi Rp 8.200 ditahun 2015. Harga saham MKPI pada tahun 2011 Rp 1.900 naik menjadi Rp 22.500 ditahun 2018 bahkan pernah mencapai 35.600 ditahun 2017. Kinerja keuangan HMSP memiliki pola yang hampir sama dengan MKPI dimana utang (DER) menurun dan asetnya meningkat kemudian harga sahamnya naik.

Tingginya harga saham dalam hal ini berdampak pada menurunnya rasio profit dibanding ekuitas (ROE), sehingga sebagian investor/trader lebih mengarah pada keuntungan dari kenaikan harga saham (*capital gain*) disbanding perolehan deviden. Pada MLBI rasio utang (DER) naik, asetnya naik, kemudian deviden dan harga sahamnya juga naik tinggi. Hal tersebut menunjukkan perubahan rasio utang berhubungan dengan profitabilitas dan pertumbuhan aset berdampak pada harga saham. Dari kajian tersebut mengindikasikan faktor pertumbuhan asset memiliki korelasi terhadap profitabilitas dan harga saham.

**Tabel 3**  
**Kinerja Perusahaan Go public 2011-2018 (Trend Menurun)**

Perusahaan (Kode Saham)	Tahun	Aset (Milyar)	Utang (Milyar)	DER %	Deviden ROE (%)	Nilai Buku	PBV	Harga Saham (Rp)
HRUM (Mining)	2011	4.643	1.087	0,3	42	1.317	5,2	6.850
	2018	5.026	1.151	0,3	11	1.618	0,9	1.400
KKG I (Mining)	2011	977	320	0,5	69	657	9,8	6.000
	2018	1.668	442	0,4	1	245	1,4	354
LION (Basic industry)	2011	396	64	0,2	17	5.806	0,9	5.250
	2018	696	221	0,5	3	914	0,7	680

Sumber: <https://www.idx.co.id> (data diolah, 2021)

Tabel 3 menunjukkan utang HRUM stabil, aset tumbuh, namun profitabilitas dan harga saham menurun. Harga saham HRUM pada 2011 Rp 6.850 turun menjadi Rp 1.400 di tahun 2018, kemudian naik menjadi Rp1950 di semester II tahun 2020. Pada tahun 2021 total aset perseroan HRUM ini naik menjadi USD 613,58 juta pada 30 Juni 2021 dibanding periode yang sama pada tahun sebelumnya sebesar USD 498,70 juta. Harga saham HRUM di tahun 2021 telah mencapai Rp 5.300 per lembar saham (Kosasih, 2021). Pada KKG I dan LION rasio DER berubah tetapi profitabilitas dan harga sahamnya menurun.

Penelitian (Murhadi Werner, 2011) menunjukkan faktor yang menentukan kebijakan utang adalah profitabilitas, size, *asset tangibility* dan tingkat pertumbuhan. Temuan berikutnya menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan praktek yang nyata antara penggunaan utang di ke-enam negara ASEAN. Sedangkan (Putri Radjamin I., J., Sudana, 2014) hasilnya menyatakan struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia dan di Australia memiliki perbedaan yang signifikan. Di Indonesia utang lebih banyak digunakan daripada modal sendiri, sedangkan di Australia lebih memanfaatkan modal sendiri daripada utang.

**Tabel 4**  
**Kinerja Perusahaan Go Public 2011-2018 (fluktuatif)**

Perusahaan (Kode Saham)	Tahun	Aset (Milyar)	Utang (Milyar)	DER	Deviden ROE (%)	Nilai Buku	PBV	Harga Pasar
BUMI (Mining)	2011	64.201	56.146	7,0	25	388	5,6	2.175
	2018	40.255	49.281	-17,2	-112	-44	-2,4	103
PLIN (Properti real estate)	2011	4.515	2.232	1,0	4	657	2,4	1550
	2018	4.930	3,811	3,4	18	315	9,1	2780
BRMS (Treade, service)	2011	17.081	3.339	0,2		537	1,0	530
	2018	13.766	2.487	0,2		181	1,1	50

Sumber: <https://www.idx.co.id> (data diolah, 2021)

Tabel di atas menunjukkan nilai buku dan harga saham BUMI merosot. Nilai buku PLIN juga menurun, tetapi asetnya tumbuh dan harga sahamnya meningkat dalam jangka panjang dari 1.550 ditahun 2011 menjadi 2.780 ditahun 2018. Hal ini

mengindikasikan terdapat korelasi antara *asset growth* dengan harga sahamnya. Pada BRMS utang menurun dan DER tidak berubah, tetapi harga sahamnya merosot. Selain itu, informasi di atas juga menunjukkan fluktuasi harga saham dan investasi dalam jangka panjang cenderung meningkat. Bahkan beberapa emiten harga sahamnya naik 500% lebih dalam 7 tahun, meskipun pada sebagian emiten lainnya justru terkoreksi. Artinya, keuntungan investor tidak hanya mengandalkan deviden, namun ekspektasinya lebih pada kenaikan harga saham.

Menurut (Fahmi, 2015) dalam teori struktur modalnya, mengemukakan tentang *Balancing Theories*, yaitu suatu kebijakan perusahaan untuk mencari suplai dana dengan cara pinjam ke perbankan, *leasing* atau dengan menerbitkan surat utang (obligasi). Analisis faktor fundamental penting untuk menilai kinerja keuangan, prospek, risiko, dan kewajaran harga saham. Perubahan faktor fundamental memiliki hubungan timbal balik terhadap kinerja perusahaan yang dapat memengaruhi deviden, nilai buku dan harga saham. Oleh sebab itu investor sangat membutuhkan informasi mengenai faktor fundamental sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan.

Penelitian (Syafitina., 2013) menyatakan enam rasio keuangan QR, DER, ROE, ITO, PBV, dan PER dapat meningkatkan kinerja dan nilai rasio penilaian pasar paling dominan dalam meningkatkan kinerja di LQ-45. Sedangkan (Fitri, 2017) menunjukkan kebijakan dividen (DPR), *leverage* (DER), profitabilitas (ROE) secara parsial maupun simultan tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Hasil yang berbeda ditunjukkan (Azis, 2017) bahwa DAR berpengaruh negatif terhadap kinerja, sedangkan LTDER dan DER tidak berpengaruh. Hasil ini sejalan dengan temuan (Rajkumar. P., 2014) bahwa *Leverage* berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan *John Keels holdings Plc* Sri Lanka.

Panelitian (Wasfi A.Al Salamat., 2016) di Amman Stock Exchange, hasilnya struktur modal berpengaruh negatif terhadap *return* saham, sedangkan likuiditas dan pengembalian saham berpengaruh positif. Penelitian (Matar., 2018) mengungkapkan *likuiditas*, profitabilitas dan pendapatan berhubungan positif dengan pengembalian. Hasil regresinya menunjukkan bahwa semua variabel berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan sektor industri 2005-2015 di Amman Stock Exchange Jordania. Hasil ini sejalan dengan (Schutte, 2018) bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan ROA, ROE, Tobin's Q dan *Stock Return* pada emiten Eropa. Hasil ini menunjukkan kinerja keuangan meningkat ketika perusahaan beroperasi dengan rasio DER yang lebih rendah.

Dari kajian laporan keuangan di BEI 2011-2019 setiap emiten memiliki karakteristik fundamental yang berbeda, namun secara umum mengakses utang. Hasil penelitian di bursa efek Amerika, Jordania, Australia, Sri langka, dan di Asean termasuk Indonesia menunjukkan *leverage* (utang) dan aset pengaruhnya berbeda-beda terhadap profitabilitas dan harga saham pada sector tertentu. Berdasarkan latar belakang di atas, penulis tertarik melakukan penelitian ini dengan menguji pengaruh *leverage* terhadap profitabilitas dan *return* saham dengan intervening *asset growth*. Populasi dan sampel meliputi seluruh sektor di BEI pada emiten dengan tingkat *leverage* rendah ( $DAR < 50\%$ ) dan *leverage* tinggi ( $DAR \geq 50\%$ ) yang belum diteliti sebelumnya. Analisis ditujukan untuk mengetahui karakteristik fundamental yang prospektif terhadap profitabilitas dan return saham.

Hasilnya diharapkan bermanfaat bagi manajemen, investor dan *stakeholder* lainnya sebagai pertimbangan dalam keputusan bisnis.

## **B. KAJIAN PUSTAKA**

### ***Teori Trade-Off***

Menurut (Brigham, Eugene F., 2011) dalam teori trade off mengemukakan bahwa perusahaan yang menggunakan utang dapat mengambil manfaat pajak (*tax shields*) atas nilai utangnya dengan beban masalah yang ditimbulkan oleh kesulitan keuangan. Implikasinya manajemen harus mengevaluasi posisi struktur modal dalam kerangka *trade off* untuk melakukan efisiensi pemajakan dan beban kesulitan keuangan. Dalam perspektif ini, perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi cenderung akan menggunakan skema utang untuk penghematan pajak yaitu dengan menaikkan rasio utang (struktur modal). Hal ini dimaksudkan agar dapat mengambil selisih beban pajak yang menguntungkan.

Disisi lain, peningkatan utang terkandung risiko bertambahnya beban biaya modal yang justru dapat mengarah pada kesulitan keuangan. Beban kesulitan keuangan adalah biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) atau *reorganization* dan kenaikan biaya keagenan (*agency costs*) akibat menurunnya kredibilitas perusahaan. Teori ini berasumsi bahwa perusahaan memiliki utang yang optimal, sehingga ketika utang terlalu rendah (*under levered*) ataupun terlalu tinggi (*overlevered*) akan berupaya menyesuaikan utang aktualnya ke titik optimal. Esensi *trade-off* dalam *leverage* adalah menyeimbangkan pengorbanan dan manfaat yang timbul akibat utang. Untuk itu, tambahan utang masih diperbolehkan selama masih memberi manfaat nilai tambah, namun jika beban utang justru lebih besar, maka penambahan utang harus dihentikan sesuai teori trade off ini.

### ***Teori Struktur Modal***

Menurut (Fahmi, 2015) Struktur modal merupakan gambaran dari bentuk proporsi finansial yaitu antara kepemilikan modal yang bersumber dari utang jangka panjang (*long-term liabilities*) dan modal sendiri (*shareholders equity*). Substansi dari teori struktur modal menjelaskan bahwa setiap penggunaan modal baik modal sendiri (ekuitas) maupun dari modal utang yang digunakan harus mampu menciptakan nilai tambah agar nilai perusahaan dan labanya semakin meningkat. Artinya setiap pemanfaatan modal tersebut masing-masing harus memberi kontribusi laba, sehingga penggunaan modal menjadi optimal.

Struktur modal dapat disebut optimal apabila pada tingkat risiko tertentu modal tersebut dapat memberi nilai tambah maksimal bagi perusahaan. (Fahmi, 2015) dalam teori struktur modalnya mengemukakan tentang "*Balancing Theories*". Teori ini merupakan suatu kebijakan keuangan yang diambil perusahaan untuk menggali sumber dana tambahan melalui pinjaman bank, leasing atau dengan obligasi (surat utang). Konsekuensi untuk mengakses utang yaitu jaminan untuk akses utang ke Lembaga keuangan; kepercayaan tinggi dari masyarakat untuk obligasi; dan reputasi finansial agar terhindar dari risiko buruk.

### ***Kinerja Keuangan***

Perubahan kondisi ekonomi perusahaan tercermin dari performanya yang dapat dilihat dari rasio-rasio finansial. Perusahaan yang berkembang akan mendorong pertumbuhan seperti pertumbuhan aset, *revenue*, *net income*, *leverage* (utang), profitabilitas, *earning per share (EPS)*, *price to book value (PBV)* maupun *market value*. Perkembangan rasio keuangan ini cukup penting sebagai indikator kinerja, mengingat unsur persepsi risiko investasi dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor baik internal maupun eksternal.

### ***Struktur Modal***

Modal merupakan kepemilikan hak (*intangible asset*) dan kekayaan (*tangible asset*) perusahaan yang sumbernya dari penyertaan kekayaan pemilik (ekuitas) maupun dari sumber pendanaan eksternal (utang). Menurut (Sartono, 2012) struktur modal adalah perimbangan antara jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Menurut (Abdul, 2015) struktur modal merupakan perbandingan antara total utang (modal asing) dengan total modal sendiri (ekuitas). Dengan demikian struktur modal adalah rasio antara jumlah seluruh kekayaan milik sendiri (ekuitas) dibandingkan dengan total utang baik jangka pendek maupun jangka panjang yang digunakan untuk memenuhi kebutuhan operasional perusahaan.

### ***Leverage (Rasio Solvabilitas)***

*Leverage* merupakan penggunaan asset dan sumber keuangan untuk menambah kemampuan modal yang mengakibatkan timbulnya beban tetap bagi perusahaan dalam rangka meningkatkan keuntungan. Menurut (Fahmi, 2015) *leverage* adalah ukuran nilai (rasio) yang menunjukkan seberapa besar perusahaan dibiayai oleh pinjaman. Rasio ini disebut juga rasio solvabilitas yang mengukur seberapa besar asset perusahaan dibiayai oleh utang. Rasio ini juga dapat digunakan untuk mengukur tingkat kemampuan membayar total kewajibannya jika perusahaan dilikuidasi. Rasio utang  $DAR < 50\%$  dianggap tingkat *leverage* rendah dan rasio  $DAR \geq 50\%$  dianggap memiliki tingkat *leverage* tinggi.

### ***Pertumbuhan Aset***

Aset merupakan aktiva perusahaan untuk menunjang kegiatan operasional yang tercatat di neraca. Besarnya aset dapat dipandang sebagai potensi untuk memperoleh *cash flow*, efisiensi, dan peningkatan penjualan dimasa depan. Nilai total aset dapat menjadi ukuran besar kecilnya perusahaan (*firm size*) yang dapat meningkatkan kepercayaan publik. Semakin besar aset makin besar harapan penghasilan, dan sebaliknya jika asetnya kecil keuntungannya juga relatif kecil. Namun, disisi lain aset yang terlalu besar bisa dianggap menghambat laju perusahaan karena beban depresiasi lebih tinggi. Kondisi tersebut dapat memiliki efek terhadap pergerakan saham. Oleh karenanya pertumbuhan aset perlu pengendalian agar pertumbuhannya optimal dalam menghasilkan keuntungan.

**Profitabilitas**

Menurut (Kasmir, 2015) profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kinerja manajemen dalam mencari laba. Kemampuan manajemen dalam melakukan inovasi (kiat) mempunyai pengaruh terhadap peluang bisnis/wirausaha. (Ardianyah, T. Umam, K., Ariwibowo, 2018). Dalam penelian ini profitabilitas di *proxy*-kan dengan *Return On Asset* (ROA) dan ROE. Penghitungan ROA adalah laba bersih dibagi total aset perusahaan. Sedangkan *Return On Equity* (ROE) merupakan tingkat hasil pengembalian investasi bagi investor. Nilai ROE dapat diketahui dari jumlah laba bersih dibagi dengan modal milik sendiri.

**Price to Book Value (PBV)**

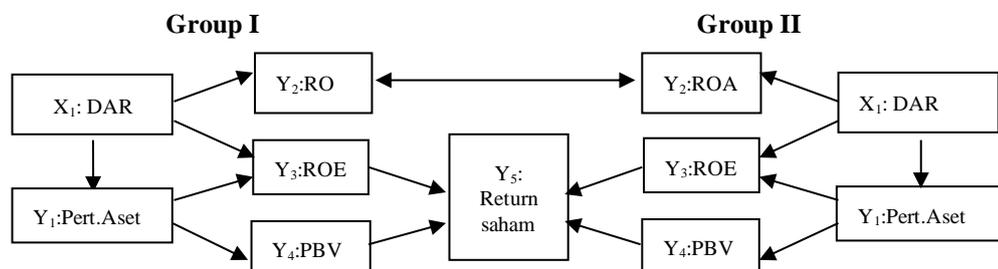
Harga pasar nilai buku (PBV) merupakan salah satu indikator fundamental saham yang menunjukkan kemampuan manajemen dalam menciptakan nilai perusahaan yang relatif atas investasi modal. Rasio PBV dapat menjadi ukuran berapa besar penghargaan pasar terhadap nilai buku saham. Rumus hitung valuasi saham (PBV) yaitu *market per share* dibagi *book value*. PBV di atas 1 dianggap *overvalue*, jika di bawah 1 dianggap *undervalue*. Penelitian (Sari, Purnama., 2014) profitabilitas (ROA) berpengaruh positif terhadap PBV. (Perwira, Nanda., 2018) hasilnya ROE berpengaruh signifikan terhadap DPR dan PBV.

**Return Saham**

*Return* saham merupakan keuntungan bagi pemegang saham. (Jogiyanto, 2014) return adalah hasil dari investasi yang dapat berupa *return* realisasi atau *return* ekspektasi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang. Sumber keuntungan investasi pada sekuritas saham adalah dari deviden ditambah selisih harga pembelian dan penjualan saham (*capital gain*). Penelitian (Laksita Asmi, 2014) bahwa *price to book value* (PBV) berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, sedangkan *DER*, *current ratio*, *total asset turnover*, *ROA* tidak berpengaruh.

**Model Penelitian**

Penelitian ini akan menguji pengaruh *leverage* (utang) dan pertumbuhan aset terhadap profitabilitas dan return saham. Kriteria sampel yang digunakan adalah perusahaan *go public* yang telah beroperasi diatas 10 tahun. Perusahaan akan dibagi menjadi dua yaitu kelompok I  $DAR < 50\%$  dan kelompok II untuk  $DAR \geq 50\%$ .



**Gambar 1. Model penelitian**

## Hipotesis

Sesuai latar belakang, teori dan kerangka pikir, maka rumusan masalah/hipotesis untuk kedua group emiten pada Group I dan II secara ringkas sebagai berikut:

### Pengaruh langsung

1. Diduga terdapat Pengaruh DAR terhadap AG
2. Diduga terdapat Pengaruh DAR terhadap ROA
3. Diduga terdapat Pengaruh DAR terhadap ROE
4. Diduga terdapat Pengaruh AG terhadap ROE
5. Diduga terdapat Pengaruh AG terhadap PBV
6. Diduga terdapat Pengaruh ROE terhadap RS
7. Diduga terdapat Pengaruh PBV terhadap RS

### Pengaruh tak langsung

1. Diduga terdapat Pengaruh DAR terhadap AG dengan intervening ROE
2. Diduga terdapat Pengaruh DAR terhadap AG dengan intervening PBV
3. Diduga terdapat Pengaruh DAR terhadap ROE dengan intervening RS
4. Diduga terdapat Pengaruh AG terhadap ROE dengan intervening RS
5. Diduga terdapat Pengaruh AG terhadap PBV dengan intervening RS
6. Diduga terdapat Pengaruh DAR terhadap RS dengan intervening AG & ROE
7. Diduga terdapat Pengaruh DAR terhadap RS dengan intervening AG & PBV

## C. METODE PENELITIAN

### *Sumber Data*

Penelitian ini menggunakan data kuantitatif dan kualitatif. Data sekunder dari laporan tahunan perusahaan di BEI 2011-2019 (BEI, 2021). Laporan keuangan tersebut diambil dari *Indonesian capital market directory* (ICMD) yang dipublikasi melalui laman [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Literatur pendukung dari berbagai sumber seperti, buku, karya ilmiah dan dokumen lainnya. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive* jenis *cluster sampling*.

### *Operasionalisasi Variabel*

Dalam penelitian ini terdapat variabel independent atau prediktor, variabel mediasi atau intervening, dan variabel dependen atau terikat. Variabel independent atau antededen yaitu  $X_1$  (*Debt to Asset Ratio*), Variabel *intervening* meliputi:  $Y_1$  (*Asset Growth*);  $Y_2$  (*Retrun On Asset*);  $Y_3$  (*Retrun On Equity*);  $Y_4$  (*Price Book Value*). Dan variabel dependen yaitu  $Y_5$  (*Return Saham*). Pengujian hubungan pengaruh antar variabel dilakukan dengan SEM-Smart PLS3.

### *Statistik Inferensial*

Metode analisis data untuk statistik inferensial menggunakan *path analysis* dengan bantuan statistik. Menurut (Sugiono, 2013) analisis jalur merupakan bagian dari model regresi untuk menganalisis hubungan sebab akibat antar variabel. Analisis jalur merupakan pengembangan dari analisis regresi, sehingga analisis

regresi dapat dikatakan sebagai bentuk khusus dari analisis jalur (*regression in special of path analysis*). Alasan penggunaan *path analysis* dalam penelitian ini:

1. Analisis hubungan antar variabel yang kompleks dan tidak dapat dilakukan dengan analisis regresi berganda sehingga membutuhkan persamaan regresi.
2. Pemodelan dikembangkan tanpa menggunakan variabel laten dan variabel indikator.

### ***Analisis Jalur (Path Analysis)***

Menurut (I. dan H. L. Ghozali, 2012) analisis jalur (*path analysis*) merupakan perluasan dari regresi linear berganda, yaitu penggunaan analisis regresi untuk menaksir hubungan kausalitas antar variabel yang sudah ditetapkan. Langkah-langkah dalam melakukan analisis jalur: 1) Uji asumsi klasik: Uji normalitas, multikoleniaritas, autokorelasi, heteroskedastisitas, dan linearitas. 2) Menghitung koefisien jalur berdasarkan koefisien korelasi. 3) Menghitung koefisien jalur berdasarkan koefisien regresi. 4) Uji hipotesis. 5) Koefisien Determinasi Total ( $R^2$ )

### ***Teknik Analisis Data Statistik Deskriptif***

Penelitian ini menggunakan analisis statistik deskriptif untuk mendeskripsi data-data tentang *leverage*, pertumbuhan aset (*asset growth*), profitabilitas, dan harga saham. Menurut (I. Ghozali, 2016) analisis statistik deskriptif dapat memberi gambaran atau mendeskripsikan suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata mean, standar deviasi, varian, maksimum, minimum, *sum*, *range*, *kurtosis*, dan kemencengan distribusi (*skewness*).

### ***Uji kecocokan model (Goodness of Fit Index)***

Pengujian *Goodness of Fit Index (GoF)* dilakukan untuk mengevaluasi performa gabungan antara model struktural (*inner model*) dan model pengukuran (*outer model*) dengan rumus perhitungan sebagai berikut:

$$GoF = \sqrt{AVE \times R^2}$$

AVE adalah *average variance extracted* dan  $R^2$  merupakan koefisien determinasi.

### ***Metode Bootstrapping***

*Bootstrap* merupakan suatu metode yang dapat bekerja tanpa membutuhkan asumsi distribusi karena sampel yang asli digunakan sebagai populasi. *Bootstrap* dapat digunakan untuk mengatasi permasalahan dalam statistika baik masalah data yang sedikit, data yang menyimpang dari asumsinya, maupun data yang tidak memiliki asumsi dalam distribusinya (Sungkono, 2015). Metode *bootstrap* sebagai alat bantu untuk mengurangi ketidakandalan terkait dengan kesalahan pemakaian distribusi normal dan penggunaannya. Pada *bootstrap* dibuat data bayangan (*pseudo data*) menggunakan informasi dan sifat-sifat data asli, sehingga data bayangan memiliki karakteristik yang mirip dengan data aslinya.

### Prosedur Analisis Variabel Intervening

Pengujian variabel *intervening* dilakukan dengan sobel test melalui bantuan *Sobel Test Calculator* untuk melihat *indirect effect* berdasarkan ketentuan nilai  $z_{value} > 1,96$  atau  $p_{value} < \alpha(0.05)$ . Menurut (Ghozali, 2016) *Sobel test* menginginkan asumsi jumlah sampel besar dan nilai koefisien berdistribusi normal. Empat tahapan uji sobel test, yaitu: 1) Melihat koefisien antara variabel independen dan intervening (koefisien A); 2) Melihat koefisien antara variabel intervening dan independen (koefisien B); 3) Melihat standar error dari A; 4) Melihat standar error dari B.

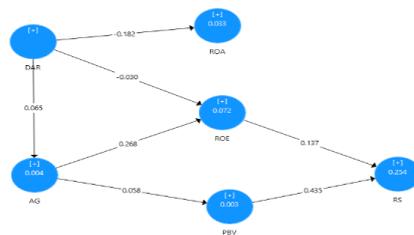
## D. HASIL DAN PEMBAHASAN

### Sumber Data Penelitian

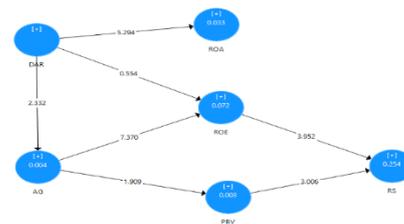
Sumber data dari laporan keuangan perusahaan *go publik* di BEI periode 2011-2019 dengan jumlah populasi 664 perusahaan. Sampel yang memenuhi kriteria Group I memiliki tingkat *leverage* rendah (DAR <50%) terdapat 302 emiten, diambil sampel 170 emiten. Sampel perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* tinggi (DAR  $\geq$  50% terdapat 168, diambil sebagai sampel 130 emiten.

### Hasil Deskripsi Kelompok I DAR < 50%

### Hasil Pengujian Koefisien Jalur (*Path Coefficient*)



**Gambar 2**  
**Model Algoritma**



**Gambar 3**  
**Model Bootstrapping**

Model algoritma digambar 2 adalah model SEM dimana yang ditampilkan pada model adalah nilai *koefisien* SEM. Seperti nilai 0,065 pada DAR terhadap *Asset Growth* yang merupakan nilai koefisien SEM. Model algoritma pada gambar 3 adalah model SEM dimana yang tampil pada model adalah nilai  $t_{statistik}$  SEM. Nilai 2,332 pada DAR terhadap *Asset Growth* yang merupakan nilai  $t_{statistik}$  SEM.

**Tabel 5**  
**Koefisien Jalur**  
(Mean, STDEV, T<sub>Values</sub>, P<sub>Values</sub>)

DAR < 50%	(O)	(M)	(STDEV)	T <sub>Statistik</sub> (O/STDEV)	P <sub>Values</sub>	Hasil SEM ( $\alpha = 5\%$ )
DAR→AG	0,065	0,066	0,028	2,332	0,010	Positif
DAR→ROA	-0,182	-0,184	0,034	5,294	0,000	Negatif
DAR→ROE	-0,030	-0,033	0,054	0,554	0,290	Tidak Berpengaruh
AG→ROE	0,268	0,270	0,036	7,370	0,000	Positif
AG→PBV	0,058	0,060	0,030	1,909	0,028	Positif
ROE→RS	0,137	0,134	0,035	3,952	0,000	Positif
PBV→RS	0,435	0,409	0,145	3,006	0,001	Positif

Keterangan: Sampel Asli (O); Rerata Sampel (M), Standar Deviasi (STDEV)  
Sumber: data diolah penulis (2021)

### Hasil Uji Pengaruh Hubungan Langsung Antar Variabel Group I (DAR < 50%)

1. Variabel DAR berpengaruh positif signifikan terhadap AG. Artinya setiap kenaikan utang (DAR) akan meningkatkan pertumbuhan aset (AG). Hal ini dibuktikan dari nilai  $t_{statistik}$  sebesar 2,332 dan nilai signifikansi sebesar 0,010 lebih kecil dari 0,05 menunjukkan utang (DAR) berpengaruh positif terhadap (ROE).
2. Variabel DAR berpengaruh negatif terhadap ROA. Menunjukkan setiap kenaikan utang akan menurunkan laba kotor (ROA) dan sebaliknya jika utang perusahaan menurun maka laba perusahaan akan meningkat.
3. Variabel DAR **tidak** memengaruhi laba bersih (ROE). Menunjukkan perubahan tingkat utang tidak memiliki pengaruh terhadap laba bersih perusahaan. Hal ini dibuktikan dari nilai  $t_{statistik}$  0,554 dan nilai signifikansi 0,290 lebih besar dari 0,05 menunjukkan utang (DAR) tidak berpengaruh terhadap (ROE).
4. Variabel *Asset Growth* (AG) berpengaruh positif terhadap ROE. Menunjukkan setiap terdapat pertumbuhan aset (AG) akan meningkat laba bersih (ROE). Sehingga jika ada kenaikan aset akan menguntungkan pemegang saham karena potensi deviden akan semakin meningkat.
5. Variabel AG berpengaruh positif terhadap PBV, menunjukkan setiap terdapat pertumbuhan aset maka harga sahamnya akan meningkat pada perusahaan
6. Variabel ROE berpengaruh positif terhadap RS. Hasil ini menunjukkan bahwa setiap terdapat kenaikan laba bersih (ROE) maka akan menambah keuntungan saham (return saham) yang diharapkan investor.
7. Variabel PBV berpengaruh positif signifikan terhadap RS. Artinya setiap kenaikan harga saham, maka akan meningkatkan keuntungan atas kenaikan harga saham (*capital gain*) yang diharapkan investor khususnya pada perusahaan di Group I ini (DAR < 50%).

Hasil di Group I menunjukkan kenaikan utang (DAR) akan meningkatkan aset (AG). Hasil berikutnya, kenaikan utang (*leverage*) justru akan menurunkan

profitabilitas (ROA), meskipun tidak memengaruhi laba bersih (ROE). Hal ini dibuktikan dari nilai  $t_{\text{statistik}}$  sebesar 0,554 dan nilai signifikansi 0,290 lebih besar dari 0,05 menunjukkan utang (DAR) tidak memengaruhi ROE. Hasil selanjutnya, kenaikan aset akan meningkatkan laba bersih dan harga saham (PBV). Sedangkan kenaikan ROE dan PBV berpengaruh signifikan terhadap *return saham* (RS). Hasil ini menunjukkan bahwa faktor pendorong kenaikan laba bersih dan harga saham adalah dari kenaikan aset. Namun kenaikan aset bukan semata-mata dari penambahan utang, melainkan ada sumber dana lain terhadap kenaikan aktiva seperti dari suntikan ekuitas, hibah, maupun dari laba ditahan.

Penggunaan sumber dana lain tersebut dapat dicermati dari hasil uji pengaruh utang (DAR) terhadap ROA yang memiliki arah negative, sedangkan variabel DAR tidak mempengaruhi ROE. Artinya meski laba bersih (ROE) tidak meningkat tetapi karena asetnya menurun sehingga ROA tampak meningkat. Hasil ini berbeda dengan penelitian (Putra, A.A. Wela Yulia., Badjra, 2015) bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap profitabilitas. Hasil berikutnya DAR tidak berpengaruh terhadap ROE sejalan dengan (Gunde, Murni., 2017) bahwa secara simultan *Detb to Asset Ratio* dan *Debt to Equity Ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap Profitabilitas.

**Tabel 6**  
**Efek Tidak Langsung Spesifik**  
 (Mean, STDEV, T<sub>Values</sub>, P<sub>Values</sub>)

Group I (DAR < 50%)	(O)	(M)	(STDEV)	T <sub>Statistik</sub> (O/STDE)	P <sub>Values</sub>	Hasil SEM-Smart PLS ( $\alpha=5\%$ )
DAR→AG→ROE	0,017	0,018	0,008	0,235	0,013	Mediasi Positif
DAR→AG→PBV	0,004	0,004	0,003	0,377	0,085	Tidak Memediasi
DAR→ROE→RS	0,004	0,005	0,008	0,549	0,292	Tidak Memediasi
AG→ROE→RS	0,037	0,037	0,011	0,217	0,001	Mediasi Positif
AG→PBV→RS	0,025	0,024	0,015	0,703	0,045	Mediasi Positif
DAR→AG→ROE→RS	0,002	0,002	0,001	0,916	0,028	Mediasi Positif
DAR→AG→PBV→RS	0,002	0,002	0,001	0,240	0,108	Tidak Memediasi

Keterangan: Sampel Asli (O); Rerata Sampel (M), Standar Deviasi (STDEV)

Sumber: data diolah penulis (2021)

**Hasil Uji Hubungan Tak Langsung (*Indirect Effect*) Group I DAR < 50%:**

1. Pengaruh DAR terhadap ROE melalui AG. Hasilnya pertumbuhan aset (AG) memediasi positif, menunjukkan kenaikan utang akan meningkatkan laba bersih apabila utang tersebut untuk menambah aset. Hal ini dibuktikan dengan nilai statistik sebesar 2,235 dan nilai signifikansi  $0,013 < 0,05$  sehingga hipotesis diterima.
2. Pengaruh DAR terhadap PBV melalui AG. Hasilnya AG tidak memediasi, artinya setiap kenaikan utang jika tidak untuk menambah aset maka harga saham tidak akan naik.

3. Pengaruh DAR terhadap RS melalui ROE. Hasilnya ROE tidak memediasi, menunjukkan kenaikan utang tidak mempengaruhi Return saham melalui ROE.
4. Pengaruh AG terhadap RS melalui ROE. Hasilnya ROE memediasi positif, menunjukkan setiap kenaikan asset maka *return saham* meningkat melalui kenaikan laba.
5. Pengaruh AG terhadap RS melalui PBV. Hasilnya PBV memediasi positif, menunjukkan setiap ada kenaikan asset maka *return saham (RS)* akan meningkat.
6. Pengaruh DAR terhadap RS melalui AG dan ROE. Hasilnya AG dan ROE memediasi positif signifikan. Artinya bahwa kenaikan utang untuk kenaikan aset akan meningkatkan laba bersih sehingga *return* sahamnya meningkat.
7. Pengaruh DAR terhadap RS melalui AG dan PBV. Hasilnya tidak memediasi (hipotesis ditolak). Artinya perubahan utang yang dimediasi AG dan PBV tidak memengaruhi RS (Return Saham). Hal ini menunjukkan perubahan *leverage* (utang) untuk pembiayaan asset pada perusahaan di *Group I* (DAR < 50 %) tidak mempengaruhi kenaikan harga saham.

Dari analisis hasil pengujian pengaruh langsung di *Group I* (DAR < 50%), menunjukkan kenaikan utang tidak mempengaruhi harga saham, tetapi berpengaruh signifikan terhadap peningkatan ROE (laba bersih). Menunjukkan jika kenaikan utang untuk menambah aset (ekspansi), maka laba bersih akan meningkat sehingga menambah *return* saham. Hasil pengujian tak langsung menunjukkan apabila kenaikan asset tanpa disertai kenaikan utang maka laba bersih akan meningkat dan harga sahamnya naik, sehingga *return* saham semakin tinggi. Hasil ini sesuai teori *trade off* yang menjelaskan bahwa perusahaan dapat mengubah struktur modal hingga mencapai titik optimal untuk meningkatkan laba. Selain itu juga sejalan dengan teori MM dimana perusahaan dapat melakukan perubahan struktur modal agar profitabilitas meningkat.

### ***Mengevaluasi Nilai R<sup>2</sup>***

Menguji kelayakan model menggunakan nilai R<sup>2</sup>. Berdasarkan output hasil pengujian variabel *asset growth* (AG) memiliki nilai R *square* 0,004 yang menunjukkan DAR mampu mempengaruhi AG sebesar 0,4%. Nilai R *square* PBV yaitu 0,003 artinya DAR dan *asset growth* memengaruhi PBV sebesar 0,3%. Nilai R *square* ROA 0,033 artinya DAR mampu memengaruhi ROA 3,3%. Nilai R *square* ROE yaitu 0,072 artinya DAR dan *asset growth* memengaruhi ROE sebesar 7,2%. Nilai R *square* *return* saham 0,254 artinya DAR, AG, ROE, dan PBV mampu memengaruhi keuntungan saham sebesar 25,4%.

### ***Validasi Model Struktural dengan Goodness of Fit Index***

Tujuan pengujian *Goodness of Fit Index* (GoF) adalah untuk memvalidasi model struktural secara keseluruhan atau performa gabungan antara model pengukuran (*outer model*) dan model struktural (*inner model*). Hasil perhitungan menunjukkan nilai GoF sebesar 0,271. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa performa gabungan antara model pengukuran (*outer model*) dan model

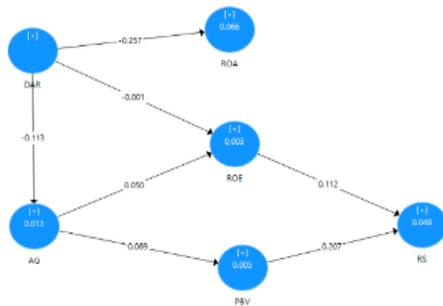
struktural (*inner model*) secara keseluruhan adalah baik karena nilai (GoF) lebih dari 0,25 (Skalamoderat).(Ringle, C. M., Wende, S., dan Becker, 2015)

**Pengujian Predictive Relevance ( $Q^2$ )**

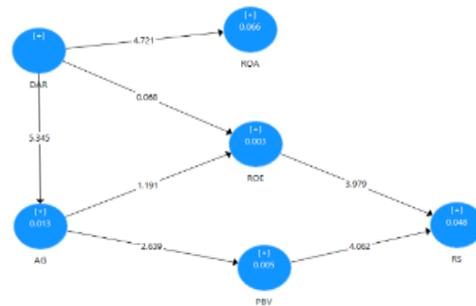
Tujuan pengujian *predictive relevance* ( $Q^2$ ) adalah untuk memvalidasi model. Dari hasil perhitungan  $Q^2$  menunjukkan nilai 0,335. Dalam model penelitian ini, variabel laten endogen memiliki nilai  $Q^2$  lebih besar dari 0 (nol) sehingga variabel laten eksogen sesuai sebagai variabel penjelas yang mampu memprediksi variabel endogennya yaitu kinerja atau dengan kata lain membuktikan bahwa model ini dinilai memiliki *predictive relevance* yang baik.

**Hasil Deskriptif  $DAR \geq 50\%$**

Hasil Pengujian Koefisien Jalur (*Path Coefficient*) dapat dijelaskan pada Gambar 4 dan Gambar 5 di bawah ini:



**Gambar 4**  
**Model Algoritma**



**Gambar 5**  
**Model Bootstrapping**

Model algoritma pada gambar 4 adalah model SEM dimana yang ditampilkan pada model adalah nilai koefisien SEM. Seperti nilai -0,113 pada DAR terhadap *Asset Growth* yang merupakan nilai koefisien SEM. Model algoritma (Gambar 5) adalah model SEM dimana yang tampil pada model adalah nilai  $t_{statistik}$  SEM. Seperti 5,345 pada DAR terhadap *Asset Growth* yang merupakan nilai  $t_{statistik}$  SEM.

**Tabel 7**  
**Koefisien Jalur**  
(Mean, STDEV, T<sub>Values</sub>, P<sub>Values</sub>)

DAR ≥ 50%	(O)	(M)	(STDEV)	T <sub>Statistik</sub> (O/STDEV)	P <sub>Values</sub>	Hasil Group II DAR ≥ 50%
AR → AG	0,113	0,114	0,021	0,345	0,000	Pengaruh negatif
AR → ROA	0,257	0,262	0,054	0,721	0,000	Pengaruh negatif
AR → ROE	0,001	0,001	0,020	0,068	0,473	Tidak berpengaruh
G → ROE	0,050	0,052	0,042	0,191	0,117	Tidak berpengaruh
G → PBV	0,069	0,071	0,026	0,639	0,004	Pengaruh positif
OE → RS	0,112	0,112	0,028	0,979	0,000	Pengaruh positif
BV → RS	0,207	0,206	0,051	0,062	0,000	Pengaruh positif

Keterangan: Sampel Asli (O); Rerata Sampel (M), Standar Deviasi (STDEV)

Sumber: data diolah penulis (2021)

Tabel 7 merupakan hasil pengujian dan analisis data SEM-Smart PLS tentang pengaruh langsung dan tak langsung antar variabel *di Group II* (DAR ≥ 50%):

1. Variabel DAR berpengaruh negatif terhadap Asset Growth (AG). Menunjukkan setiap kenaikan *leverage* (utang) akan menurunkan aset dan sebaliknya jika rasio utang (DAR) menurun maka pertumbuhan asetnya akan meningkat.
2. Variabel DAR berpengaruh negatif terhadap ROA dan profitabilitas (ROA), Artinya setiap ada kenaikan utang maka laba perusahaan akan menurun, dan sebaliknya jika utang mengalami penurunan maka laba bersih akan meningkat.
3. Variabel DAR tidak memengaruhi ROE (Deviden). Menunjukkan bahwa perubahan komposisi modal (*leverage*) tidak memiliki dampak terhadap laba bersih (ROE). Hal ini ditunjukkan dari nilai  $t_{statistik}$  0,068 dan signifikansi 0,473 > 0,05 (hipotesis ditolak).
4. Variabel *Asset Growth* (AG) tidak memengaruhi ROE (hipotesis ditolak). menunjukkan adanya perubahan nilai aset tidak mempengaruhi profitabilitas.
5. Variabel *Asset Growth* (AG) berpengaruh positif terhadap PBV, menunjukkan setiap ada pertumbuhan aset maka harga saham (*market share*) akan mengalami kenaikan. Dengan demikian jika asetnya meningkat akan memberi peluang keuntungan bagi investor yang akan melakukan transaksi saham.
6. Variabel ROE berpengaruh positif terhadap RS, menunjukkan bahwa peningkatan laba bersih akan semakin meningkatkan harga sahamnya.
7. Variabel PBV berpengaruh positif terhadap RS. Artinya setiap kenaikan harga saham (PBV) akan meningkatkan *capital gain* yang diharapkan investor.

Dari hasil pengujian pengaruh langsung *di Group II* (DAR ≥ 50%), bahwa perubahan aset berpengaruh signifikan terhadap kenaikan harga saham, tetapi tidak mempengaruhi ROE yang menunjukkan laba bersih *di Group* ini relative stabil. Dari

hasil uji diketahui hubungan antara utang (*leverage*) terhadap nilai asetnya berpengaruh negatif, artinya jika utang naik maka asset menurun dan sebaliknya.

Hasil ini juga menunjukkan bahwa menurunnya utang akan meningkatkan harga saham tetapi tidak mempengaruhi profitabilitas (*deviden*). Hasil ini sejalan dengan *Trade Off Theori* tentang struktur modal yang optimal.

Hasil penelitian juga menunjukkan hubungan *leverage* (DAR) yang berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan asset (AG) dan harga saham (PBV), meskipun perubahan tersebut tidak berdampak signifikan terhadap profitabilitas (ROE). Artinya pada emiten yang memiliki  $DAR \geq 50\%$  jika masih meningkatkan *leverage* (utang) akan berakibat menurunnya aset, sehingga pada kondisi ini dampak yang kurang sejalan dengan teori Modigliani Miller (MM) yang berpandangan bahwa struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan.

**Tabel 8.**  
**Efek Tidak Langsung Spesifik**  
(Mean, STDEV, T<sub>Values</sub>, P<sub>Values</sub>)

Group II DAR $\geq 50\%$	(O)	(M)	(STDEV)	T <sub>Statistik</sub> (O/STDEV)	P <sub>Values</sub>	Hasil Group II (DAR $\geq 50\%$ )
DAR →AG→ROE	0,006	0,006	0,005	0,147	0,126	Tidak Memediasi
DAR→AG→PBV	0,008	0,008	0,004	0,199	0,014	Memediasi Negatif
DAR→ROE→RS	0,000	0,000	0,002	0,063	0,475	Tidak Memediasi
AG→ROE→RS	0,006	0,006	0,005	0,064	0,144	Tidak Memediasi
AG→PBV→RS	0,014	0,015	0,006	0,205	0,014	Memediasi Positif
DAR→AG→ROE→RS	0,001	0,001	0,001	0,038	0,150	Tidak Memediasi
DAR→AG→PBV→RS	0,002	0,002	0,001	1,912	0,028	Memediasi Negatif

Keterangan: Sampel Asli (O); Rerata Sampel (M), Standar Deviasi (STDEV)

Sumber: data diolah penulis (2021)

Hasil pengujian hubungan tak langsung di Group II (DAR  $\geq 50\%$ ) sebagai berikut:

1. Pengaruh DAR terhadap ROE melalui *Asset growth* AG. Hasilnya AG tidak memediasi, menunjukkan perubahan utang (DAR) dengan *intervening* AG tidak memengaruhi ROE. Hal ini dibuktikan dari nilai statistik sebesar 1,147 dan signifikansi sebesar 0,126 lebih besar dari 0,05 sehingga hipotesis ditolak.
2. Pengaruh DAR terhadap PBV melalui AG. Hasilnya AG memediasi negatif, artinya jika utang naik maka harga saham (PBV) turun dengan mediasi AG, dan sebaliknya jika utang turun maka harga saham meningkat yang dimediasi oleh AG. Hal ini terbukti dari nilai statistik sebesar 2,199 dan signifikansi  $0,014 < 0,05$  sehingga hipotesis diterima.
3. Pengaruh DAR terhadap RS melalui ROE. Hasilnya ROE tidak memediasi, menunjukkan bahwa perubahan utang (*leverage*) yang dimediasi oleh *return on equity* (ROE) tidak berpengaruh terhadap Return Saham (RS).
4. Pengaruh AG terhadap RS melalui ROE. Hasilnya ROE tidak memediasi, artinya pertumbuhan aset yang tidak mempengaruhi return saham melalui ROE

5. Pengaruh AG terhadap RS melalui PBV. Hasilnya PBV memediasi positif, artinya pertumbuhan aset yang dimediasi PBV berpengaruh positif terhadap *Return Saham*. Menunjukkan kenaikan aset akan menaikkan harga saham melalui PBV sehingga *return* saham akan meningkat.
6. Pengaruh DAR terhadap RS melalui AG dan ROE. Hasilnya AG dan ROE tidak dapat memediasi. Menunjukkan perubahan utang (DAR) melalui (pertumbuhan aset (AG) dan laba bersih (ROE) tidak memengaruhi *return* saham.
7. Pengaruh DAR terhadap RS melalui AG dan PBV. Hasilnya AG dan PBV memediasi dengan arah negatif yang dibuktikan dengan nilai statistik 1,912 dan nilai signifikansi  $0,028 > 0,05$  sehingga hipotesis diterima. Artinya setiap kenaikan utang (*leverage*) yang tidak diikuti peningkatan aset (AG) dan harga saham (PBV) maka *return* saham akan menurun. Dan sebaliknya jika utang menurun tapi aset dan harga saham naik maka *return* saham akan meningkat.
8. Dari hasil pengujian langsung dan tidak langsung *di Group II* (DAR >50%) bahwa perubahan utang (*leverage*) tidak mempengaruhi profitabilitas (ROE), tetapi berpengaruh positif terhadap harga saham yang mediasi AG. Hasil berikutnya jika DAR (utang) meningkat maka *return* sahamnya akan menurun yang dimediasi AG dan PBV, dan sebaliknya jika utang turun melalui AG dan PBV maka *return* meningkat. Hasil ini sesuai teori struktur modal yang mengungkapkan apabila utang naik maka beban biaya modal, risiko likuiditas dan solvabilitas makin tinggi.

### **Mengevaluasi Nilai R<sup>2</sup>**

Evaluasi nilai R<sup>2</sup> untuk menguji kelayakan model dengan hasil output. Berdasarkan hasil pengujian, variabel *asset growth* (AG) memiliki nilai R *square* 0,013 menunjukkan DAR mampu memengaruhi AG sebesar 1,3%. Nilai R *square* PBV 0,005 artinya DAR dan AG memengaruhi PBV 0,5%. Nilai R *square* ROA 0,066 artinya DAR mampu memengaruhi ROA 6,6%. Nilai R *square* ROE 0,003 artinya DAR dan AG memengaruhi ROE 0,3%. Nilai R *square* *return* saham 0,048 artinya DAR, *asset growth*, ROE, dan PBV dapat memengaruhi *return* saham 4,8%.

### **Validasi Model Struktural dengan Goodness of Fit Index**

Hasil perhitungan *Goodness of Fit Index* (GoF) nilainya sebesar 0,164. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa performa gabungan antara model pengukuran (*outer model*) dan model struktural (*inner model*) secara keseluruhan adalah cukup baik karena nilai GoF lebih kecil dari 0,25 (Skala moderat) dan lebih besar dari 0,1. (Ringle, C. M., Wende, S., dan Becker, 2015)

### **Pengujian Predictive Relevance (Q<sup>2</sup>)**

Berdasarkan hasil perhitungan nilai Q<sup>2</sup> sebesar 0,129. Menunjukkan variabel laten endogen memiliki nilai Q<sup>2</sup> lebih besar dari 0 (nol) sehingga variabel laten eksogen sesuai sebagai variabel penjelas yang mampu memprediksi variabel

endogennya yaitu kinerja atau dengan kata lain membuktikan bahwa model ini dinilai memiliki *predictive relevance* yang baik.

## E. SIMPULAN

Berdasarkan uji *path analysis* di Group I&II, pengaruh antar variabel baik langsung maupun tak langsung memiliki perbedaan hasil, dengan rincian sebagai berikut:

### Hasil Analisis Di Group I (DAR < 50%):

#### Pengaruh hubungan langsung (*direct effect*) di Group I

1. *Leverage* (DAR) berpengaruh positif terhadap *Asset Growth* (AG)
2. *Leverage* (DAR) berpengaruh negatif terhadap *Return On Asset* (ROA)
3. *Leverage* (DAR) tidak memengaruhi *Return On Equity* (ROE)
4. *Asset Growth* (AG) berpengaruh positif terhadap *Return On Equity* (ROE)
5. *Asset Growth* (AG) berpengaruh positif terhadap *Price Book Value* (PBV).
6. *Return On Equity* (ROE) berpengaruh positif terhadap *Return Saham* (RS)
7. *Price Book Value* (PBV) berpengaruh positif terhadap *Return Saham* (RS)

#### Pengaruh Hubungan Tak Langsung (*indirect effect*) di Group I

1. *Asset Growth* (AG) memediasi positif pengaruh DAR terhadap ROE
2. *Asset Growth* (AG) tidak memediasi pengaruh DAR terhadap PBV
3. *Return On Equity* (ROE) tidak memediasi pengaruh DAR terhadap RS
4. *Return On Equity* (ROE) memediasi positif pengaruh DAR terhadap RS
5. *Price Book Value* (PBV) memediasi positif berpengaruh AG terhadap RS
6. *Asset Growth* (AG) dan ROE memediasi positif pengaruh DAR terhadap RS
7. *Asset Growth* (AG) dan PBV tidak memediasi pengaruh DAR terhadap RS.

### Hasil Analisis Di Group II (DAR $\geq$ 50%)

#### Pengaruh hubungan langsung (*direct effect*) di Group II

1. *Leverage* (DAR) berpengaruh negatif terhadap *Asset Growth* (AG)
2. *Leverage* (DAR) berpengaruh negatif terhadap *Return On Asset* (ROA)
3. *Leverage* (DAR) tidak memengaruhi *Return On Equity* (ROE)
4. *Asset Growth* (AG) tidak memengaruhi *Return On Equity* (ROE)
5. *Asset Growth* (AG) berpengaruh positif terhadap *Price Book Value* (PBV).
6. *Return On Equity* (ROE) berpengaruh positif terhadap *Return Saham* (RS)
7. *Price Book Value* (PBV) berpengaruh positif terhadap *Return Saham* (RS)

#### Pengaruh Hubungan Tak Langsung (*indirect effect*) di Group II

1. *Asset Growth* memediasi positif pengaruh *leverage* (DAR) terhadap ROE
2. *Asset Growth* (AG) tidak memediasi pengaruh DAR terhadap PBV
3. *Return On Equity* (ROE) tidak memediasi pengaruh DAR terhadap RS
4. *Return On Equity* (ROE) memediasi positif pengaruh DAR terhadap RS
5. *Price Book Value* (PBV) memediasi positif berpengaruh AG terhadap RS
6. *Asset Growth* dan ROE memediasi positif pengaruh DAR terhadap RS

7. *Asset Growth* dan PBV tidak memediasi pengaruh DAR terhadap RS

Simpulan dari pembahasan hasil uji *path analysis* di Group I DAR < 50% (*leverage* rendah) dan group II DAR  $\geq$  50% (*leverage* tinggi) di atas adalah sebagai berikut:

1. Pada perusahaan dengan tingkat *leverage* rendah DAR < 50% (group I), kenaikan utang akan meningkatkan aset tetapi tidak mempengaruhi profitabilitas (ROE).
2. Pada perusahaan dengan tingkat *leverage* rendah, pertumbuhan aset akan meningkatkan profitabilitas dan harga saham.
3. Temuan pada tingkat *leverage* rendah (Group I) menunjukkan bahwa kenaikan utang akan meningkatkan profitabilitas, sedangkan pertumbuhan aset akan mendorong kenaikan harga sahamnya. Bagi perusahaan dengan tingkat *leverage* rendah (DAR < 50%) yang mampu menurunkan utang dan memiliki pertumbuhan aset, maka profitabilitas akan meningkat dan harga sahamnya naik sehingga prospek return makin tinggi.
4. Pada perusahaan dengan tingkat *leverage* tinggi DAR  $\geq$  50% (Group II), kenaikan utang akan menurunkan total aset dan sebaliknya. Jika utang naik maka ROA akan menurun, tetapi tidak memengaruhi laba bersih (ROE). Perubahan rasio profitabilitas ROA tersebut terjadi akibat dari perubahan total aset, sedangkan laba bersihnya di Group II ini terbukti cenderung stabil.
5. Pada tingkat *leverage* tinggi, menurunnya utang yang disertai pertumbuhan aset akan menaikkan harga saham di Bursa Efek Indonesia sesuai hasil penelitian ini.
6. Dari seluruh model dalam penelitian ini, hasil analisisnya jika dipadukan secara empiris pada emiten tertentu tidak selamanya mampu menjamin deteksi peningkatan laba dan harga sahamnya. Hal tersebut karena terdapat variabel lain yang ikut memengaruhi, namun hasil ini dapat menjadi informasi awal dalam mendeteksi suatu saham yang prospektif.
7. Penelitian ini menemukan bukti tentang efektifitas tingkat *leverage* pada rasio struktur modal yang optimal, artinya pada level tertentu perubahan rasio solvabilitas sangat efektif dalam memengaruhi pertumbuhan *asset*, peningkatan profitabilitas dan kenaikan harga saham.

Implikasinya, untuk meningkatkan profitabilitas di Group I (DAR < 50%) dapat dilakukan dengan menambah modal dengan dana utang sampai pada tingkat rasio struktur modal yang optimal. Sedangkan pertumbuhan asetnya akan mendorong kenaikan harga saham. Bagi perusahaan dengan tingkat *leverage* rendah yang mampu mengembangkan aset tanpa menambah utang, maka profitabilitas dan harga sahamnya akan meningkat. Kemudian perusahaan dengan tingkat *leverage* tinggi (DAR  $\geq$  50%), profitabilitasnya cenderung stabil dan tidak dipengaruhi oleh perubahan skema utang secara langsung. Bagi perusahaan dengan *leverage* tinggi, untuk menaikkan harga saham dapat dilakukan dengan mendorong pertumbuhan aset dan menurunkan utangnya agar harga saham makin meningkat, sehingga *return* saham akan semakin tinggi sesuai hasil penelitian ini.

Sesuai hasil ini, maka pelaku pasar modal/investor perlu mencermati faktor fundamental khususnya *leverage*, nilai aset, profitabilitas dan nilai buku saham

mengingat variabel ini dapat memberi informasi arah perubahan laba (*earning*) dan harga saham (*stock price*). Penelitian ini mencakup populasi dan sampel dari seluruh sektor di BEI dengan model yang cukup kompleks sehingga analisisnya masih terbatas. Penelitian selanjutnya dapat lebih fokus pada sektor tertentu atau studi empiris agar analisisnya lebih lengkap, terperinci dan mendalam.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abdul, H. (2015). *Auditing (Dasar-Dasar Audit Laporan Keuangan (Jilid 1 Ed)*. UPP STIM YKPN.
- Ardiansyah T. Umam, K., Ariwibowo, P. (2018). Kiat Wirausahawan yang Sukses terhadap Peluang Mahasiswa untuk Berwirausaha. *JABE*, 4, 336.
- Azis, H. (2017). Pengaruh Good Governance, Struktur Modal, Dan *Leverage* Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Pada Sektor Pertambangan Yang Terdaftar Di BEI 2011-2015. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 5.
- BEI. (2021). *Layanan data BEI*. <https://www.idx.co.id/produk/>
- Brigham, Eugene F., dan J. F. H. (2011). *Fundamentals of Financial Management*. Salemba Empat.
- Dorimulu, Primus & Firdaus, F. (2021). *BEI Catat Transaksi Harian Rp 20,02 Triliun*. <https://investor.id/marketandcorporate/>
- Fahmi, I. (2015). *Analisis Laporan Keuangan*. Bandung. ALFABETA.
- Fitri, R. (2017). Pengaruh Kebijakan Dividen, *Leverage* Perusahaan Dan Profitabilitas Terhadap Return Saham (Studi Pada Perusahaan Sub Sektor Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di BEI. *Jibeka*, VOL. 11 NO, 32–37.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Universitas Diponegoro,.
- Ghozali, I. dan H. L. (2012). *Partial Least Squares*. Universitas Diponegoro.
- Gunde, YM. Murni, S. M. H. R. (2017). Analisis Pengaruh *Leverage* Terhadap Profitabilitas Pada Perusahaan Manufaktur Sub Industri Food And Beverages Yang Terdaftar Di Bei (Periode 2012-2015. *Jurnal EMBA*, VOL 5 NO.3, HAL..4185-4194.
- Hidayat, A. A. N. (2020). *1 Emiten IPO di 2020 , BEI Duduki Peringkat Keenam di Dunia*. <https://bisnis.tempo.co/>
- Jogiyanto. (2014). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi (EDISI 10)*. BPFE.
- Kasmir. (2015). *Analisis Laporan Keuangan*. Bandung. ALFABETA.
- Kosasih, D. T. (2021). *Harum Energy Tebar Dividen Rp 39,56 per Saham, Cek Jadwal Pembagiannya*. Liputan 6. <https://www.liputan6.com/saham/read/4579207/harum-energy-tebar-dividen-rp-3956-per-saham-cek-jadwal-pembagiannya>
- Laksita Asmi, T. (2014). *Current Ratio, Debt To Equity Ratio, Total Asset Turnover, Return On Asset, Price To Book Value Sebagai Faktor Penentu Return Saham*. <http://journal.unnes.ac.id/sju/index.php/maj>
- Mahadi, T. (2020). *Saham-saham ini naik lebih dari 100 sepanjang 2020 berjalan bagaimana kinerjanya*.

- Matar., E. (2018). Determinants of Financial Performance in the Industrial Firms: Evidence from Jordan. *Asian Journal of Agricultural Extension, Economics & Sociology AJAEES*.37476 ISSN: 2320-7027, 22 (1), 1–10.
- Murhadi Werner. (2011). Determinan Struktur Modal: Studi di Asia Tenggara. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*. *Jurnal Menejemen Dan Kewirausahaan*, Vol. 13, 91–98.
- Perwira, Nanda., W. (2018). Pengaruh Profitabilitas Dan Pertumbuhan Aset Terhadap Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Unud*, VOL 7 NO.7. <https://doi.org/DOI:https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2018.v7.i07.p123767>
- Pratama, A. (2020). *Naik 56 Persen, Investor Pasar Modal Capai 3,87 Juta di 2020*. <https://ekbis.sindonews.com/read/285182/178>
- Putra, A.A. Wela Yulia., Badjra, I. B. (2015). Pengaruh *Leverage*, Pertumbuhan Penjualan Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Profitabilitas. *Pengaruh Leverage, Pertumbuhan Penjualan Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Profitabilitas*, VOL. 4 NO.
- Putri Radjamin I., J., Sudana, I. . (2014). Penerapan Pecking Order Theory Dan Kaitannya Dengan Pemilihan Struktur Modal Perusahaan Pada Sektor Manufaktur Di Negara Indonesia Dan Negara Australia. *Jurnal Manajemen Bisnis Indonesia*, VOL 1 NO.
- Rajkumar. P. (2014). Impact of financial *Leverage* On Financial Performance: Special reference To John Keells Holdings PLC In Sri Lanka. *Scientific Research Journal (SCIRJ)*, VOL 2(II).
- Ringle, C. M., Wende, S., dan Becker, J.-M. (2015). . “*Smart PLS 3.*” *Boenningstedt: Smart PLS GmbH.*
- Samsul. (2016). *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio* (Edisi dua). Airlangga.
- Sari, Purnama., A. (2014). *Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Dan Leverage Terhadap Profitabilitas Dan Nilai Perusahaan*.
- Sartono, A. (2012). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. BPFE.
- Schutte, M. (2018). *The effect of leverage on financial performance: An analysis of European listed firms*. <http://purl.utwente.nl/essays/77006>
- Sugiono. (2013). *Metode Penelitian Kuantitatif, kualitatif dan R&D*. ALFABETA.
- Sungkono, J. (2015). Bootstrap Resampling Observasi Pada Estimasi Parameter Regresi Menggunakan Software R. *Magistra*, 101, 92.
- Syaftina., S. (2013). Penilaian Kinerja Keuangan Pada Emiten Lq-45 Periode 2007 – 2011 Di Bursa Efek Indonesia. *JURNAL AKUNTANSI*, VOL XVII N, 84–100.
- Wasfi A.Al Salamat., H. H. H. M. (2016). The Impact of Capital Structure on Stock Return: Empirical Evidence Amman Stock Exchange. *International Journal of Business and Social Science*, VOL 7 NO.9, 183.