



Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja pada Perusahaan Farmasi di Bursa Efek Indonesia

Komang Tri Wahyuni

Universitas Mahasaraswati, Indonesia

E-mail: triwahyuni@unmas.ac.id

Article Info	Abstract
<p>Article History Received: 2022-08-11 Revised: 2022-09-22 Published: 2022-11-02</p> <p>Keywords: <i>Capital Structure;</i> <i>Equity to Total Assets (EC);</i> <i>Leverage Ratio (LR);</i> <i>Long Term Asset Ratio (LAR);</i> <i>Performance of the Pharmaceutical Enterprises;</i> <i>PBV;</i> <i>Tobin's Q.</i></p>	<p>This study is conducted to analyze the impact of capital structure on performance of the firm. Variable of capital structure are represented by equity to total assets (EC), leverage ratio (LR), Long term asset ratio (LAR). The samples of this study are Pharmaceutical Enterprises listed on the Indonesian Stock Exchange (IDX) for the periode 2018-2021. Total Observation of 40 was determined by purposive sampling method. Performace of enterprises are measured by performace based on maket valuation (PBV and Tobin's Q). There is market capitalization (SIZE) as a control variable. This study uses Ordinary Least Square (OLS) for hypotheses testing. The results show that capital structure (EC and LAR) have a negaitive effect on performance of the Pharmaceutical enterprises based on PBV and LR to Tobin's Q, but EC and LR have positive effect on performance of the firm based on valuation (Tobin's q) and LAR to PBV. They effect unsignificantly. Size of the firm is proxied by Capitalization market was found to have a postive effect signifantly on performance of the Pharmaceutical enterprises (PBV and Tobin's. The implication of this study showed that all companies specially at Pharmaceutical enterprises should implement a capital structure, the composition of equity to asset or asset to equity is optimal so that the company's performance will be stable in the future.</p>
<p>Artikel Info Sejarah Artikel Diterima: 2022-08-11 Direvisi: 2022-09-22 Dipublikasi: 2022-11-02</p> <p>Kata kunci: <i>Struktur Modal;</i> <i>Ekuitas terhadap Total Aset (EC);</i> <i>Rasio Leverage (LR);</i> <i>Rasio Aset Jangka Panjang (LAR);</i> <i>Kinerja Usaha Farmasi;</i> <i>PBV;</i> <i>Tobin's Q.</i></p>	<p>Penelitian ini dilakukan untuk menganalisis pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan. Variabel struktur modal diwakili oleh ekuitas terhadap total aset (EC), rasio leverage (LR), rasio aset jangka panjang (LAR). Sampel penelitian ini adalah Perusahaan Farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2018-2021. Jumlah Observasi sebanyak 40 ditentukan dengan metode purposive sampling. Kinerja perusahaan diukur dengan kinerja berdasarkan penilaian maket (PBV dan Tobin's Q). Ada kapitalisasi pasar (SIZE) sebagai variabel kontrol. Penelitian ini menggunakan Ordinary Least Square (OLS) untuk pengujian hipotesis. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal (EC dan LAR) berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan Farmasi berdasarkan PBV dan LR terhadap Tobin's Q, namun EC dan LR berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan berdasarkan penilaian (Tobin's q) dan LAR ke PBV. Mereka berpengaruh tidak signifikan. Ukuran perusahaan yang diproksikan dengan Kapitalisasi pasar ditemukan berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja Perusahaan Farmasi (PBV dan Tobin. ekuitas ke aset atau aset ke ekuitas optimal sehingga kinerja perusahaan akan stabil di masa depan.</p>

I. PENDAHULUAN

Faktor yang sangat penting bagi pertumbuhan dan daya tahan perusahaan adalah komposisi dari struktur modal. Struktur modal perusahaan merupakan komposisi atau struktur dari liabilitas perusahaan (Kristianti, 2018). Struktur modal merupakan kunci perbaikan produktivitas dan kinerja perusahaan (Nadillah, et al. 2017) dan (Christiana, 2019). Teori struktur modal men-jelaskan apakah struktur modal dapat mem-pengaruhi nilai dari sebuah perusahaan. Teori ini mengemukakan bahwa kebijakan pendanaan perusahaan dalam menentukan kombinasi antara utang, aset dan ekuitas yang bertujuan untuk meningkatkan kinerja perusahaan

(Kristianti, 2018). Kinerja perusahaan adalah analisis yang dilakukan untuk mengetahui sejauh mana perusahaan telah menerapkannya menggunakan aturan pelaksanaan keuangan dengan baik dan benar, sekaligus gambaran kondisi keuangan suatu perusahaan yang dianalisis dengan alat analisis keuangan, sehingga dapat diketahui tentang kondisi keuangan suatu perusahaan yang mencerminkan kinerja dalam periode tertentu (Fahmi, 2012).

Pencapaian kinerja perusahaan merupakan isu fundamental pada entitas dimana semua bisnis berusaha mendapatkan pencapaian kinerja yang tetinggi dan itu tidak mudah, karena banyak faktor yang dapat mempengaruhi kinerja

perusahaan. Saat ini banyak kajian penelitian yang telah membuktikan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, namun demikian hasilnya tidak sama, karena masing-masing bisnis memiliki karakteristik bisnis sendiri (Dihn and Pham, 2020). Pro kontra mengenai pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan banyak dijumpai dalam riset penelitian manajemen keuangan dan akuntansi, namun hingga kini masih belum dapat disimpulkan. Diawali dengan menurut teori M&M (*Modigliani & Miller Theory*) menyatakan bahwa tidak ada struktur modal yang optimal untuk bisnis. Jadi, menurut teori M&M dan teori struktur modal yang optimal, kita dapat melihat bagaimana pilihan komponen modal dan penggunaan modal akan berdampak pada bisnis kinerja dan kinerja keuangan perusahaan. *Trade-off theory* menjelaskan bahwa jika posisi struktur modal berada di bawah titik optimal maka setiap penambahan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya, setiap posisi struktur modal berada di atas titik optimal maka setiap penambahan utang akan menurunkan nilai perusahaan (Myers dan Majluf, 1984).

Beberapa hasil penelitian menunjukkan hasil tidak konsisten mengenai variabel struktur modal seperti pada penelitian Tunggal dan Ngatno, (2018), Dinh dan Pham, (2020), Novitasari dan Krisnando, (2021) menemukan bahwa struktur modal dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian yang berbeda ditemukan Diep (2020), Meilani dan Ariyanto, (2021), Wahyuni (2022) membuktikan bahwa struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan perusahaan yang diukur dengan menggunakan ROA, ROE, PBV pada industri Kesehatan di Bursa Efek Indonesia. Penelitian Tunggal & Ngatno (2018) yang meneliti pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan dengan ukuran dan umur perusahaan sebagai variabel moderator menemukan bahwa struktur modal diukur dengan DER dan DAR berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan begitu pula ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Penelitian ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi (kontrol) antara struktur kepemilikan dan kinerja saham menghasilkan bahwa ukuran perusahaan (dengan menggunakan aset perusahaan) berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan, baik kinerja berdasarkan akuntansi

maupun kinerja berdasarkan nilai pasar (Ganguli, 2013; Lestari dan Juliarto, 2017). Pengukuran terhadap *size* (ukuran) perusahaan terbuka dapat menggunakan kapita-lisasi pasar. Kapitalisasi pasar ini mencerminkan nilai kekayaan perusahaan saat ini, dimana harga pasar dikalikan dengan jumlah saham yang beredar (Ang, 1997; Tandelilin, 2010). Forbes Global 2000 menggunakan empat alat ukuran perusahaan yaitu aset, penjualan, keuntungan (laba), dan kapitalisasi pasar untuk menentukan peringkat semua perusahaan besar di dunia untuk ukuran perusahaan dalam penelitian akademis. (Dang, Li and Yang, 2017).

Fenomena saat ini, di masa pandemi perusahaan farmasi mengalami peningkatan permintaan yang cukup signifikan, pemerintah telah memasukkan sektor perangkat medis dan farmasi sebagai bagian dari sektor prioritas dalam upaya merealisasikan program *Making Indonesia 4.0*. Pemerintah Indonesia berupaya meningkatkan daya saing sektor perangkat medis dan farmasi dengan mendorong terselenggaranya transformasi digital berbasis teknologi (<https://www.bkpm.go.id>, 2021). Perubahan signifikan perusahaan farmasi ini dapat dilihat dari pergerakan indeks kesehatan, dimana indeks ini mengukur kinerja harga seluruh saham di Papan Utama dan Papan Pengembangan yang terdapat pada industri kesehatan di Bursa Efek Indonesia (BEI), kenaikan *return* industri kesehatan sebesar 17,8%/tahun, sekaligus menunjukkan bahwa kinerja dari emiten-emiten (saham) sektor kesehatan rata-rata mengalami pertumbuhan yang terbaik dibandingkan industri lain di BEI. (idx.co.id, Januari 2021. Berdasarkan fenomena dan temuan-temuan yang berbeda tersebut, sangat menarik untuk meneliti struktur modal, kinerja perusahaan, dan pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan pada perusahaan farmasi di Bursa Efek Indonesia (BEI). Penelitian ini menggunakan beberapa kriteria antara lain: *pertama*, rasio struktur modal merupakan rekomendasi dari Dihn dan Pham (2020) yang tidak menggunakan unsur utang, yaitu terdiri dari *equity to total assets (EC)*, *leverage ratio (LR)*, *Long term asset ratio (LAR)*. *Kedua*, untuk variabel kinerja perusahaan berdasarkan rekomendasi Rahsid (2020), yaitu ROE (laba terhadap ekuitas) dan *Tobin's Q Ratio*. *Ketiga*, untuk variabel moderasi, yaitu variabel yang memperkuat pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan, penulis menggunakan ukuran perusahaan dengan

proksi market kapitalisasi pasar perusahaan. Penggunaan perusahaan di sektor kesehatan, karena melihat kinerja (*return*) dari pergerakan harga saham perusahaan farmasi di Bursa efek Indonesia (BEI) mencerminkan nilai yang tertinggi, selain itu karena adanya sentimen pandemi Covid 19 membuat permintaan obat-obatan yang cukup besar.

II. METODE PENELITIAN

1. Jenis dan Sumber Data

Pada penelitian ini menggunakan data sekunder perusahaan farmasi di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode tahun 2018-2021, adapun data tersebut terdiri dari:

- Laporan posisi keuangan untuk mencari data, aset dan ekuitas Perusahaan, yaitu untuk menghitung struktur modal EC, LAR, dan LR.
- Jumlah saham dan harga saham yang diterbitkan (beredar) dipergunakan untuk mencari nilai perusahaan *PBV*, *Tobin's Q* dan market kapitalisasi pasar (SIZE).

2. Populasi dan Teknik Sampling

Populasi pada penelitian ini adalah terdapat 11 saham perusahaan di sektor kesehatan di BEI tergambar pada tabel 1.

Tabel 1. Daftar Perusahaan Farmasi di Bursa Efek Indonesia (BEI)

No	Kode	Nama Perusahaan
1	KLBF	Kalbe Farma Tbk.
2	SIDO	Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk.
3	KAEF	Kimia Farma (Persero) Tbk.
4	INAF	Indofarma (Persero) Tbk.
5	TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk.
6	PEHA	Pharos Tbk.
7	PYFA	Pyridam Farma Tbk
8	MERK	Merck Tbk.
9	DVLA	Darya-Varia Laboratoria Tbk.
10	SCPI	Merck Sharp Dohme Pharma Tbk.
11	SOHO	Soho Global Health Tbk.

Sumber: *idx.co.id*, 2021

Teknik pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

- Perusahaan yang masuk dalam perusahaan farmasi secara berturut-turut selama tahun 2018 -2021
- Perusahaan yang masuk dalam perusahaan farmasi secara berturut-turut selama tahun 2018 -2021 dan telah menerbitkan laporan keuangan lengkap

c) Perusahaan menyajikan laporan keuangan dalam satuan mata uang Rupiah

Hasil dari seleksi sampel dari kriteria diatas terdapat 10 saham farmasi yang listing dan menerbitkan laporan keuangan lengkap dengan satuan mata uang rupiah. Satu (1) saham SOHO (Soho Global Helath) tidak me-nerbitkan laporan keuangan 2018 dan 2019, karena saham ini baru listing di 2020.

3. Teknik Analisis Data

Teknik analisis kuantitatif ini untuk menguji pengaruh struktur modal terhadap kinerja perusahaan dengan tahapan-tahapan sebagai berikut:

- Menentukan variabel independen (X), yaitu X1: EC, X2: LAR, dan X3: LR X4: Kapitalisasi Pasar (SIZE)
- Menggunakan rumus excel ($=\ln$) untuk alogaritma nilai kapitalisasi pasar (SIZE)
- Menggunakan rumus untuk mendapatkan nilai EC, LAR, LR
- Menentukan variabel dependen (Y): yaitu kinerja pasar perusahaan yaitu: Y1: *PBV* dan Y2: *TOBIN'S Q*
- Menentukan variabel dependen (Y): kinerja perusahaan berbasis pasar (*valuation*) Y3: *PBV*
- Melakukan uji regresi dengan menggunakan *spss*, untuk menguji Hipotesis

III. HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis statistik deskriptif memberikan gambaran suatu data yang dilihat dari nilai minimum, nilai maksimum, rata-rata (mean), dan standar deviasi (Ghozali, 2013). Berikut adalah hasil analisis deskriptif.

Tabel 2. Hasil Deskriptif Variabel EC, LR, LAR dan Ukuran Perusahaan (SIZE)

	Descriptive Statistics				
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
EC (ekuitas/aset)	40	.207	.870	.61020	.194198
LR (aset/ekuitas)	40	1.150	4.825	1.89565	.884756
LAR (Non-Current Aset/Aset)	40	.179	.810	.42910	.165389
SIZE (marketkap)	40	25.34	31.96	28.8096	1.97733
Valid N (listwise)	40				

Sumber: data sekunder yang diolah, 2022

Dari tabel 4.1 diatas, bahwa dijelaskan rata-rata (mean) dari struktur modal (EC) perusahaan farmasi di BEI selama periode 2018-2021 0,6102, untuk LR yaitu 1,895, untuk LAR nilai mean 0,429 dan rata-rata ukuran perusahaan (SIZE) adalah 28,809. Pengaruh Struktur modal: EC, LR, LAR dan Ukuran Perusahaan (SIZE) terhadap

kinerja Perusahaan berbasis *valuation* (PBV). Tabel 3 merupakan uji regresi antara variabel struktur modal: EC, LR, LAR dan Ukuran Perusahaan (SIZE) terhadap kinerja Perusahaan berbasis *valuation* (PBV) pada perusahaan farmasi di BEI selama periode tahun 2018-2021.

Tabel 3. Hasil Uji Regresi Variabel Struktur modal: EC, LR, LAR dan Ukuran Perusahaan (SIZE) terhadap kinerja Perusahaan berbasis *valuation* (PBV)

Struktur Modal	Kinerja Perusahaan (PBV)		
	B	t	SIG
EC	-0.004	-0.010	0.992
LR	0.461	1.145	0.260
LAR	-0.091	-0.665	0.511
Kapitalisasi Pasar (SIZE)	0.421	2.856	0.007

Dependent Variable: PBV

Sumber: data sekunder yang diolah, 2022

Berdasarkan tabel 3 diatas dapat diketahui bahwa:

- Struktur modal yang diukur dengan EC, LR dan LAR terhadap kinerja saham yang diukur dengan PBV pada perusahaan farmasi selama periode tahun 2018-2021 tidak berpengaruh signifikan. Struktur modal EC dan LAR memiliki nilai t negatif, yang artinya adanya pengaruh negatif antara variabel EC dan LAR terhadap kinerja perusahaan (PBV), dimana bila EC dan LAR meningkat maka PBV bergerak menurun, demikian pula sebaliknya namun pengaruhnya tidak signifikan, karena nilai signifikansi berada diatas tingkat signifikansi 0.05, oleh sebab itu maka H1: ditolak
- Struktur modal yang diukur dengan LR terhadap kinerja saham yang diukur dengan PBV pada perusahaan farmasi selama periode tahun 2018-2021 memiliki nilai t positif, yaitu 1,145 yang artinya adanya pengaruh positif dari variabel LR terhadap kinerja perusahaan (PBV), dimana bila LR meningkat maka PBV akan meningkat pula, demikian pula sebaliknya. Nilai signifikansi 0.511 berada diatas tingkat signifikansi 0.05, yang artinya bahwa LR tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan (PBV) pada perusahaan farmasi selama periode tahun 2018-2021, oleh sebab itu maka H1 ditolak.
- Variabel moderasi ukuran perusahaan dengan proksi kapitalisasi pasar (SIZE) memiliki nilai t positif, yaitu -2,856 dan nilai signifikansi 0.007 yang artinya ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan (PBV) pada perusahaan

farmasi selama periode tahun 2018-2021, oleh sebab itu H2: diterima.

Pengaruh Struktur modal EC, LR, LAR dan Ukuran Perusahaan (SIZE) terhadap kinerja Perusahaan berbasis *Valuation* Tobin's Q. Tabel 4 merupakan uji regresi antara variabel struktur modal perusahaan terhadap kinerja perusahaan berbasis *valuation* yaitu Tobin's Q pada perusahaan farmasi di BEI selama periode tahun 2018-2021.

Tabel 4. Hasil Uji Regresi Variabel Struktur modal (EC, LR, LAR dan Ukuran Perusahaan (SIZE) terhadap kinerja Perusahaan Berbasis *Valuation* Tobin's Q

Struktur Modal	Kinerja Perusahaan (Tobin's Q)		
	B	t	SIG
EC	.403	.974	.337
LR	.540	1.334	.191
LAR	-.068	-.494	.624
Kapitalisasi Pasar (SIZE)	.518	3.493	.001

Dependent Variable: Tobin's Q

Sumber: data sekunder yang diolah, 2022

Berdasarkan tabel 4 diatas, dapat diketahui bahwa:

- Struktur modal yang diukur dengan EC, LR dan LAR terhadap kinerja saham yang diukur dengan PBV pada perusahaan farmasi selama periode tahun 2018-2021 tidak berpengaruh signifikan. Struktur modal EC dan LR memiliki nilai t positif, yang artinya adanya pengaruh positif antara variabel EC dan LR terhadap kinerja perusahaan (diukur dengan Tobin's Q), dimana bila EC dan LR meningkat maka kinerja perusahaan akan meningkat pula, demikian pula sebaliknya namun pengaruhnya tidak signifikan, karena nilai signifikansi berada diatas tingkat signifikansi 0.05, oleh sebab itu maka H1: diterima (*partial*).
- Struktur modal yang diukur dengan LAR terhadap kinerja saham yang diukur dengan Tobin's Q pada perusahaan farmasi selama periode tahun 2018-2021 memiliki nilai t negatif, yaitu 0,494 yang artinya adanya pengaruh positif dari variabel LAR terhadap kinerja perusahaan (Tobin's Q), dimana bila LAR meningkat maka kinerja perusahaan menurun, demikian pula sebaliknya. Nilai signifikansi 0.624 berada diatas tingkat signifikansi 0.05, yang artinya bahwa LAR tidak berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan (Tobin's Q pada perusahaan

farmasi selama periode tahun 2018-2021, oleh sebab itu maka H1 diterima (*partial*)

- c) Variabel moderasi ukuran perusahaan dengan proksi kapitalisasi pasar (SIZE) memiliki nilai t positif, yaitu -3,493 dan nilai signifikansi 0.001 yang artinya ukuran perusahaan berpengaruh positif yang artinya ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan (PBV) pada perusahaan farmasi selama periode tahun 2018-2021, oleh sebab itu H2: diterima.

Hasil temuan pada penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruh struktur modal dan *size* terhadap kinerja perusahaan berbasis *valuation* pada perusahaan farmasi di BEI selama periode tahun 2018-2021 dapat dilihat pada Tabel 4.5 yang merupakan hasil rekapitulasi uji regresi antara variabel struktur modal perusahaan terhadap kinerja perusahaan berbasis akuntansi dan nilai pasar (*valuation*) pada perusahaan farmasi di BEI selama periode tahun 2018-2021.

Tabel 5. Rekapitulasi Hasil Uji Regresi Variabel Struktur modal (EC, LR, LAR) dan Ukuran Perusahaan (SIZE) terhadap kinerja Perusahaan Berbasis *Valuation* diukur dengan PBV dan Tobin's Q)

Variabel independen (X)	variabel dependen (Y)	pengaruh	sig.
EC (X1)	PBV (Y1)	negatif	tidak
LR (X2)		positif	tidak
LAR (X3)		negatif	tidak
SIZE (X4)		positif	sig.
EC (X1)	TOBIN'S Q (Y2)	positif	tidak
LR (X2)		positif	tidak
LAR (X3)		negatif	tidak
SIZE (X4)		positif	sig.

Sumber: data sekunder yang diolah, 2022

Berdasarkan tabel diatas dapat diketahui bahwa EC dan LAR berpengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan berbasis *valuation* (PBV), namun LR berpengaruh positif terhadap PBV, Bila dilihat dari data sampel tahun 2018-2021 bahwa komposisi penggunaan ekuitas 61% terhadap asetnya pada perusahaan farmasi di BEI, angka ini diperoleh dengan menjumlahkan total EC dibagi sampel penelitian. Dari angka itu, dapat disimpulkan bahwa pendanaan dengan modal sendiri (*self financing*) relatif lebih tinggi dibandingkan penggunaan utang 49% (dana eksternal) pada perusahaan farmasi di BEI. Penggunaan aset terhadap ekuitas rata-rata 1,9x pada perusahaan farmasi di BEI, angka ini diperoleh dengan menjumlahkan total LR dibagi sampel penelitian, ini artinya bila jumlah aset

190%, maka jumlah ekuitas 100%, dan 90% merupakan komposisi utang. Dari data LAR penggunaan aset tidak lancar ada 42% angka ini diperoleh dengan menjumlahkan total LAR dibagi sampel penelitian, itu artinya penggunaan ekuitas pada perusahaan farmasi di BEI selama periode 2018-2021 lebih banyak pada pembelian aset tidak lancar dibandingkan aset lancar (penggunaan investasi). Bila dilihat kinerja berdasarkan PBV rata-rata 4,48 x sedangkan dengan Tobin's Q rata-rata 2,24 x, angka ini diperoleh dengan menjumlahkan total PBV dan Tobin's Q dibagi sampel penelitian. Temuan ini mengkonfirmasi teori *packing order*, dimana dasar pemikiran *pecking order theory* adalah menjelaskan perusahaan yang *profitable* umumnya menggunakan utang dalam jumlah yang sedikit sehingga nantinya nilai perusahaan akan meningkat, dimana dilihat penggunaan ekuitas perusahaan farmasi lebih besar dibandingkan utangnya. Ini dapat dilihat dari EC (*self financing*) rata-rata 61% terhadap total asetnya, LR 189%, LAR 42%.

Nilai perusahaan yang dihasilkan bila dilihat PBV rata-rata 4,482x dan Tobin's Q 2,24x relatif kecil atau semakin murah, maka dapat dijelaskan penggunaan ekuitas (*self financing*) dan LAR pada perusahaan farmasi kurang memiliki daya ungkit terhadap kinerja perusahaan, dimana tingkat ekuitas yang tinggi berpengaruh negatif terhadap kinerja pada perusahaan farmasi selama 2018-2021 bila diukur dengan PBV, namun hasilnya berbeda bila diukur dengan Tobin's Q, dimana EC dan LR berpengaruh positif, maka teori *packing order* sebagian terimplementasi dan Sebagian tidak pada perusahaan farmasi di BEI. Temuan ini sekaligus mengkonfirmasi Teori M&M yang mengatakan bahwa tidak ada struktur modal yang optimal untuk bisnis. Dalam studi lanjutan pada tahun 1963, ketika memperhitungkan pajak penghasilan perusahaan, Modigliani dan Miller menunjukkan bahwa kinerja perusahaan dengan utang, lebih besar hasilnya daripada nilai perusahaan tanpa utang karena adanya tarif pajak yang dikalikan dengan nilai utang, jadi teori M&M mengatakan bahwa meningkatkan penggunaan *leverage* keuangan akan meningkatkan nilai bisnis, dan teori struktur modal yang optimal, dapat dilihat dari penggunaan modal atau pilihan struktur modal yang akan berdampak pada kinerja keuangan perusahaan. Ditemukan ukuran perusahaan (SIZE) dengan menggunakan proksi kapitalisasi pasar berpengaruh positif dan signifikan

terhadap kinerja perusahaan bila diukur dengan rasio PBV dan Tobin's Q, hal ini berarti kapitalisasi pasar perusahaan farmasi dapat memberikan kinerja yang baik pada perusahaan, temuan ini sekaligus mengkonfirmasi temuan Wahyuni dan Lestari (2021) bahwa kapitalisasi pasar dapat mempengaruhi kinerja perusahaan, itu artinya semakin besar kapitalisasi pasar, maka kinerja perusahaan berdasarkan *valuation* (PBV dan Tobin's Q) akan tinggi. Kenaikan harga pasar saham farmasi akan memberikan efek positif terhadap kinerja saham farmasi di Bursa Efek Indonesia.

Dari hasil penelitian dan pembahasan yang telah dijelaskan diatas, adapun Temuan Penelitian sebagai berikut:

1. Penelitian ini menemukan bahwa struktur modal yang menggunakan variabel EC, LR, LAR pada perusahaan farmasi di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2018-2021 tidak berpengaruh signifikan pada kinerja perusahaan berbasis *valuation* bila diukur dengan PBV dan Tobin's Q.
2. Hasil penelitian ini tidak setuju dengan hasil temuan Tunggal dan Ngatno (2018), Diep (2020), Dinh dan Pham (2021), dan Teori M&M (Modigliani dan Miller), yaitu pada penelitian ini perusahaan farmasi menggunakan struktur modal belum optimal, dimana rasio ekuitas terhadap asetnya, sebaliknya aset terhadap ekuitasnya, dan aset tidak lancar terhadap asetnya komposisi penggunaannya relatif besar dibandingkan utangnya, namun hal itu tidak berpengaruh terhadap peningkatan kinerja perusahaan berbasis *valuation* (PBV dan Tobin's Q) secara signifikan.
3. Penelitian ini juga setuju dengan Meiliani dan Ariyanto (2021), Nini, dkk (2020), Wahyuni (2022) bahwa struktur modal tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kinerja perusahaan pada saham farmasi yang *listing* di Bursa Efek Indonesia.
4. Ditemukan bahwa ukuran perusahaan dengan menggunakan kapitalisasi pasar (SIZE), berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan bila diukur dengan PBV maupun Tobin's Q pada perusahaan farmasi di Bursa Efek Indonesia selama 2018-2021.
4. Teori packing order pada perusahaan farmasi selama 2018-2021 tidak konsisten dimana komposisi dengan modal sendiri (ekuitas) memberikan hasil yang negatif pada EC dan LAR terhadap PBV, namun memberikan pengaruh positif pada EC dan LR terhadap

kinerja diukur dengan Tobin's Q.

5. Penggunaan kapitalisasi pasar sebagai proksi ukuran perusahaan (SIZE) sekaligus sebagai variabel moderasi merupakan keterbaruan dari penelitian ini, dimana dari beberapa kajian telah banyak menggunakan proksi *asset* sebagai ukuran perusahaan (SIZE). Penggunaan kapitalisasi pasar atas rekomendasi Dang, Li and Yang, (2017), yang mengungkapkan bahwa terdapat empat alat ukuran perusahaan (SIZE), yaitu: 1) *asset*, 2) penjualan, 3) keuntungan (laba), dan 4) kapitalisasi pasar.

IV. SIMPULAN DAN SARAN

A. Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian, dapat disimpulkan bahwa:

1. Struktur modal EC, LR dan LAR tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan perusahaan berbasis *valuation* (PBV dan Tobin's Q), pada perusahaan farmasi di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2018-2021.
2. Bahwa struktur modal dengan variabel EC dan LAR berpengaruh negative terhadap PBV, namun memberikan pengaruh positif pada EC dan LR terhadap kinerja diukur dengan Tobin's Q pada perusahaan farmasi di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2018-2021.
3. Bahwa ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan bila diukur dengan PBV maupun Tobin's Q pada perusahaan farmasi di Bursa Efek Indonesia selama 2018-2021.
4. Keterbaruan dalam penelitian ini: a) struktur modal menggunakan rasio ekuitas terhadap aset dan aset terhadap ekuitasnya tanpa menggunakan unsur utang (EC, LR, LAR), b) penggunaan kapitalisasi pasar sebagai proksi ukuran perusahaan (SIZE) sebagai variabel moderasi, c) penggunaan farmasi di BEI

B. Saran

Saran bagi pemilik perusahaan agar dapat mempertimbangkan komposisi modal (struktur modal), yaitu membagi antara tingkat ekuitas, utang dan total aset, agar komposisi modal menjadi optimal serta dapat meningkatkan kinerja perusahaan yang baik di masa mendatang.

DAFTAR RUJUKAN

- Abdul, Halim. 2015. *Auditing (Dasar-dasar Audit Laporan Keuangan)*. Jilid 1. Edisi Kelima. UPP STIM YKPN
- Ainiyah, G.C dan Sinta, Ina. 2019. Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Corporate Social Responsibility (CSR) Sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Manufaktur Sektor Makanan dan Minumana yang Terdaftar di BEI Periode 2014-2017. *Jurnal Medikonis STIE TAMANSIWA Banjarnegara* Vol 19 Tahun 2019
- Ang, Robert. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*, Mediasoft Indonesia, Jakarta
- Banz, Rolf B. 1981. The Relationship Between Return and Value of Common Stock. *Journal of Financial Economic* 9:3-18
- Bestariningrum, Nenggar. 2015. Analizing The Effect of Capital Structure and Firm of the Size Value (Case Study: Company that Listed in LQ45 Indeks Period 2010-2014). *Jurnal Berkala Ilmiah Efisiensi*. Volume 15 No. 04 Tahun 2015.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2006. *Fundamental of Financial Management: Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, Eugene F., dan Joel F. Houston. 2014. *Essentials of Financial Management 3rd Edition*. Singapore: Cengage Learning.
- Christiana, Felicia. 2019. Pengaruh Struktur Modal dan Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan dengan Kinerja keuangan Sebagai Variable Intervening. Undergraduate thesis, Widya Mandala Catholic University Surabaya.
- Chu, T. T. T., Nguyen, T. H., & Ngo, T. Q. (2015). Analysis of factors affecting financial performance: Case study of listed companies on Ho Chi Minh Stock Exchange. *Journal of Economics and Development*
- Dang, C., (Frank) Li, Z., & Yang, C. 2017. Measuring Firm Size in Empirical. *Corporate Finance. Journal of Banking and Finance*, 86, 159-176
- Diep, Pham Thi Hong. 2020. The impact of Capital Structure on Financial Performance of Firms: Evidence from Hanoi Stock Exchange. *American Based Research Journal*. Vol-9-Issue-3 March-2020 ISSN (2304-7151)
- Dinh, The Hung and Pham. 2020. *The Effect of Capital Structure on Financial Performance of Vietnamese Listing Pharmaceutical Enterprises*. / *Journal of Asian Finance, Economics and Business* Vol 7 No 9 (2020) 329-340.
- Doan, N. P. (2014). Impact of capital structure on financial performance of enterprises after privatization in Vietnam. *Journal of World Economic and Political Issues*, 7(219), 72-80.
- Hery. (2017). *Kajian Riset Akuntansi* Jakarta: Grasindo.
- Hidayat, Muwafick. 2018. Faktor yang Mempengaruhi Price To Book Value. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* Vol. 20, No. 2, Desember 2018, Hlm. 101-106
- Irawan, Dedi dan Kusuma, Nurhadi, 2019. Pengaruh Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Aktual STIE Trisna Negara*. Volume 17 (1) Juni 2019, Hal. 66-81
- Kraus, Alan dan Litzenberger. 1973. A State-Preference of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, Vol. 28, No. 4 (Sep. 1973), pp. 911-922 (12 pages)
- Kristiani, Dita. 2020. Pengaruh Struktur Modal, Struktur Kepemilikan dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI pada tahun 2015-2018. Undergraduate thesis, Universitas Internasional Semen Indonesia.
- Meilani, L.A dan Ariyanto. 2021. Kinerja Keuangan Memediasi Pengaruh Modal Intelektual dan Struktur Modal pada Nilai Perusahaan di Masa Pandemi Covid-19. *Jurnal Akuntansi*. Vol. 31 No. 10 Denpasar, Oktober 2021 Hal. 2503-251

- Meythi, Riki. M & Debbianita. 2012. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Pertumbuhan Perusahaan Sebagai Variabel Moderating. Program Pendidikan Profesi Akuntansi Universitas Kristen Maranatha, Bandung.
- Myers, S., dan N. Majluf. (1984). Corporate Financing an Investment Decision when Firms have Information Investors Do no Have. *Journal of Finance*. Economics 13: 187-221.
- Nadillah, Dinda yulmi., dkk. 2017. Pengaruh Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan yang dimediasi Kinerja Keuangan dengan Pengungkapan Corporate Social Responsibility Sebagai Variable Pemoderasi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2014. *Jurnal Online Mahasiswa Fakultas Ekonomi Universitas Riau*. Vol 4, No. 1
- Nini, Patricia., dkk. 2020. The Effect of Capital Structure on Company Financial Performance. *Jurnal Economia*, Vol. 16, No. 2, October 2020, 173-18
- Novitasari, Reza dan Krsinando. 2021, Pengaruh Struktur Modal, Pertumbuhan Perusahaan, dan Firm Size terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Consumer Goods yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2017-2020". *Jurnal Akuntansi dan Manajemen (JAM)*, Volume 18 Number 02 (Oktober 2021)
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*, Kanisius. Yogyakarta
- Trinh, Q. T., & Nguyen, V. S. (2013). Factors affecting the performance of Vietnamese commercial banks. *Journal of Banking Technology*, 85(1), 11-15
- Tunggal, Audrey C dan Ngatno. 2018. "Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan dengan Ukuran dan Umur Perusahaan sebagai Variabel Moderator (Studi Kasus Tahun 2014- 2016) pada Perusahaan Sub-Sektor Makanan dan Minuman yang Terdaftar di BEI". *Diponegoro Journal of Social of Politic*.
- Vijh, Anand and Yang. 2013. "Are small firms less vulnerable to overpriced stock offers". *Journal of Financial Economics*, Vol. 110
- Wahyuni, Komang Tri, Pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Perusahaan pada Industri Kesehatan di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Ilmiah Pendidikan*, Vol 5
- Website Bursa Efek Indonesia, <https://www.idx.co.id/>
- WebsiteBisnis.com, <https://market.bisnis.com/>.
- WebsiteYahoofinance, <https://finance.yahoo.com/>