

Pendekatan *Theory of the Firm*: Dalam Pengujian *Market to Book Value* melalui Mediasi Struktur Modal

Dwi Astutik^{1*}

Sukirman²

Ninik Dwi Atmini³

^{1,2,3} Institut Teknologi dan Bisnis Semarang

INFO ARTIKEL

Histori artikel:

Diterima : 11 Agustus 2023
Revisi : 15 Agustus 2023
Disetujui : 25 Agustus 2023
Publikasi : 31 Agustus 2023

Kata kunci:

Struktur Aset
Struktur Modal
Market to Book Value
Theory of the Firm

ABSTRACT

This study aims to examine the market to book value through the mediation of capital structure based on the theory of the firm. Primary data comes from secondary listings on the IDX. The object simultaneously shows the population of the manufacturing industry in 2017-2021 as many as 179 companies, then using the purposive sampling technique a sample of 74 companies was obtained, using the path analysis test method. Conclusion: an increase in capital structure derived from leverage is significantly influenced by asset structure. On the other hand, the asset structure is not able to directly influence the market to book value, but mediation is needed from the capital structure.

ABSTRAK

Kajian ini bertujuan menguji *market to book value* melalui mediasi struktur modal dengan berdasarkan pada *theory of the firm*. Data utama bersumber dari sekunder yang listing di BEI. Objek sekaligus menunjukkan populasi dari industri manufaktur tahun 2017-2021 sebanyak 179 perusahaan, yang selanjutnya dengan teknik *purposive sampling* diperoleh sampel sebanyak 74 perusahaan, dengan metode pengujian *path analysis*. Simpulan: peningkatan struktur modal yang bersumber dari *leverage* dipengaruhi secara signifikan oleh struktur aset. Sebaliknya, struktur aset tidak mampu mempengaruhi *market to book value* secara langsung, namun dibutuhkan mediasi dari struktur modal.

PENDAHULUAN

Keputusan investasi merupakan pelaksanaan penanaman modal yang secara umum ditujukan untuk kepentingan jangka panjang yang salah satunya melalui instrumen saham. Salah satu industri yang diakui dapat diandalkan dalam dunia investasi adalah manufaktur. Berdasarkan siaran pers Kementerian Perindustrian Republik Indonesia (2022), yang mana selama kurun waktu tahun 2021, investasi sektor manufaktur melebihi yang ditargetkan oleh Kemenperin yaitu mencapai Rp. 325,4 triliun. Selain itu mengalami peningkatan dibandingkan tahun 2020 yang hanya sebesar Rp.

272,9 triliun, dan tahun 2019 sebesar Rp. 215,9 triliun. Nilai ekspor manufaktur pada periode tersebut mencapai USD 177,10 miliar. Capaian tersebut meningkat dari angka ekspor manufaktur pada 2020 sebesar Rp. 131 miliar, maupun tahun 2019 (atau sebelum pandemi) berada di angka Rp. 127,38 miliar. Sementara itu, realisasi investasi di sektor manufaktur pada tahun 2021 tercatat sebesar Rp. 325,4 triliun, meningkat 19,24% dibandingkan tahun 2020.

Selanjutnya menurut *Purchasing Manager's Index* (PMI) bahwa manufaktur Indonesia di sepanjang tahun 2021 secara umum berada pada level ekspansif. Penurunan terjadi pada bulan Juli dan Agustus akibat pembatasan aktivitas di masa PPKM Darurat dan PPKM Level 4. Pada periode 2021, PMI Manufaktur Indonesia beberapa kali memecahkan rekor angka tertinggi sepanjang sejarah. Yaitu sebesar 53,2 bulan Maret; 54,6 April dan 55,3 Mei, dan puncaknya di bulan Oktober sebesar 57,2. Hal ini menunjukkan ekspansi di sektor manufaktur Indonesia, yang terus berlanjut hingga bulan Januari tahun 2022 angka PMI mencapai 53,5 (siaran pers Kementerian Perindustrian Republik Indonesia, 2022).

Kondisi di atas diharapkan akan tetap bertahan setelah kondisi pandemi *Covid-19* semakin membaik. Sejalan dengan *theory of the firm*, bahwa keputusan struktur modal merupakan bagian yang sangat penting di dalam pengelolaan perusahaan untuk mencapai kinerja saham yang optimal, salah satunya nampak dari *market to book value* (Myers, 1984). Selanjutnya, dimaksudkan supaya para investor tertarik untuk menanamkan modalnya, yang selanjutnya dapat meningkatkan harga saham. Struktur modal tersebut mencakup sejumlah biaya yang terkait dengan berbagai kemungkinan risiko (Kane *et al.*, 1984). Selanjutnya penggunaan utang hingga tingkat tertentu dengan menyeimbangkan antara biaya kesulitan keuangan dengan penghematan pajak akibat bunga, yang selanjutnya dapat meningkatkan *market to book value* (Myers, 1984).

Pada *theory of the firm* bahwa para manajer keuangan harus mempunyai perencanaan atas struktur modal yang optimal untuk dapat menarik minat investor secara optimal (Brounen *et al.*, 2005). Dinyatakan oleh Hovakimian *et al.* (2004) bahwa struktur aset memegang peranan yang sangat penting di dalam menentukan struktur modal. Argumen yang dinyatakan dalam *theory of the firm* bahwa bagi perusahaan yang memiliki struktur aset *tangible* tinggi, maka dengan demikian mempunyai jaminan yang tinggi pula jika membutuhkan tambahan modal yang bersumber dari eksternal sehingga peluang untuk meningkatkan utang menjadi lebih besar. Selanjutnya, menjadi signal positif bagi pasar di dalam permintaan akan saham, dengan demikian *market to book value* meningkat.

Krisnawati, dkk (2022) yang melakukan penelitian di industri manufaktur pada BEI, Molla (2019) dalam studi empirisnya di perusahaan non keuangan yang *listing* Dhaka *Stock Exchange* (SDE) Bangladesh, dengan struktur aset yang besar maka cenderung menambah *leverage*. Vintila (2019) juga menyimpulkan yang sama pada perusahaan yang *listing* di *New York Stock Exchange*. Djazuli (2019), Handoo dan Sharma (2014) yang melakukan penelitian di perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI juga menyimpulkan bahwa perusahaan yang mempunyai struktur aset yang besar maka akan lebih mudah untuk menambah *leverage* di dalam struktur modalnya, dengan demikian mempunyai pengaruh positif. Berbeda halnya dengan Rao (2019) menyimpulkan untuk perusahaan skala kecil dan menengah di India bahwa struktur aset tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Selanjutnya, *reseach gap* juga ditunjukkan oleh Kokeyeva dan Ainagul (2019).

Dinyatakan pula mengenai struktur aset, bahwa bagi perusahaan yang mempunyai *tangibility assets* relatif besar, maka mempunyai kemampuan yang baik di dalam mengembangkan *volume* operasi perusahaan. Hal ini telah dilakukan beberapa pembuktian empiris, diantaranya oleh Al-Slehat (2019) dan Saleh *et al.* (2015), yang mana struktur aset berdampak positif dan signifikan terhadap *market to book value*. Di sisi lain ada perdebatan dari hasil kajian Mardones dan Gonzalo (2019) pada

perusahaan di Amerika Latin, dan Rajhans dan Kaur (2013) di India, menyimpulkan bahwa struktur aset justru tidak berpengaruh terhadap *market to book value*.

Selanjutnya, berdasar *reseach* terdahulu juga banyak yang mengungkapkan perdebatan mengenai peran struktur modal terhadap *market to book value*. Uzliawati, dkk (2018) dalam kajiannya mengungkapkan bahwa struktur modal yang bersumber dari *leverage* berpengaruh berpengaruh positif dan signifikan terhadap *market to book value*. Berbeda halnya dengan Sihombing (2021) yang menemukan bukti empiris bahwa *leverage* justru tidak berpengaruh berpengaruh terhadap *market to book value*.

Mengingat permasalahan di atas, maka menarik untuk melakukan kajian pada industri manufaktur yang ada di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hal ini dengan pertimbangan bahwa pada 5 (lima) tahun terakhir mempunyai kinerja keuangan dari aspek struktur aset, struktur modal, dan *market to book value* yang tidak stabil. Rata-rata struktur aset pada industri manufaktur tahun 2017-2021 yang selanjutnya berdampak pada rata-rata baik pada struktur modal maupun kinerja saham (*market to book value*) yang cenderung mengalami penurunan. Perkembangan rata-rata struktur aset di atas tertinggi adalah tahun 2018-2019 yaitu terjadi peningkatan 9,33% (0,44% menjadi 0,48%). Periode lainnya cenderung terjadi penurunan, yang terendah pada tahun 2017-2018 yaitu -2,22% (0,45% menjadi 0,44%), hal ini dikarenakan terjadi penurunan atas *fixed assets*.

Selanjutnya terkait struktur modal dari *leverage* juga berfluktuasi, yang mana periode 2018-2019 terjadi penurunan tertinggi yaitu 10,71% (0,89% turun menjadi 0,79%). Kondisi struktur modal tertinggi (5,65%) pada perusahaan di industri manufaktur yang terdaftar di BEI terjadi pada tahun 2020-2021 (0,75% meningkat sebesar 0,80%). Pada periode ini kondisi perusahaan dengan demikian terjadi peningkatan sumber permodalan yang bersumber dari eksternal (*leverage*). Artinya, perusahaan mempunyai peluang yang besar untuk menangkap proyek yang menguntungkan.

Kinerja saham perusahaan di industri manufaktur dari sudut pandang *market to book value* menunjukkan bahwa cenderung mengalami kemerosotan, kecuali periode 2020-2021 meningkat hingga 10,16% (2,71% menjadi 2,98%). Selebihnya terjadi penurunan tertinggi pada tahun 2018-2019 yaitu -38,45% (4,42% menjadi 2,72%). Periode ini dengan demikian menunjukkan bahwa terjadi penurunan pada harga saham penutupan pada industri manufaktur, dengan demikian kinerja yang kurang baik.

Permasalahan-permasalahan tersebut, tentu sangat menarik untuk dikaji lebih mendalam sebagai bahan masukan di dalam pendalaman teori-teori khususnya sehubungan dengan struktur modal dan *market to book value*. Kajian ini supaya semakin memberikan kebermaknaan, maka berusaha untuk melakukan keterbaruan dari beberapa penelitian terdahulu yang telah dikaji. Wujud keterbaruan dalam kajian ini lebih ditekankan pada sudut pandang *grand theory* dan teknik pengujian, dengan pertimbangan *theory of the firm* dan pengujian mediasi masih jarang digunakan. Selanjutnya, secara spesifik dirumuskan tujuan utama bahwa menguji *market to book value* melalui mediasi struktur modal berdasarkan pendekatan pendekatan *theory of the firm*.

TINJAUAN PUSTAKA

A. *Theory of the Firm*

Lozano, *et al.* (2016) mengungkapkan bahwa manajer memiliki insentif untuk memperhitungkan biaya yang dikenakan perusahaan mempunyai perjanjian utang yang secara langsung akan mempengaruhi arus kas di masa yang akan datang, dan mengurangi nilai pasar. Mengingat biaya pengawasan eksternal dan internal dibebankan pada pemilik-manajer, maka mempunyai kepentingan untuk melihat bahwa pengawasan yang dilakukan tentu akan memilih biaya terendah. Misalnya, bahwa pemegang obligasi atau pemegang ekuitas luar akan merasa bermanfaat

untuk menghasilkan laporan keuangan secara terinci. Seperti yang terkandung dalam laporan akuntansi yang diterbitkan dijadikan sebagai sarana untuk memantau para *agent* (manajer).

Pada *theory of the firm* menganut prinsip bahwa perusahaan harus menghasilkan keuntungan, perusahaan dan sistemnya (termasuk operasi dan produksi, manajemen dan strategi, sistem organisasi, pengadaan dan pemasaran, serta penilaian dan komunikasi) terus berkembang, perusahaan terdiri dari produk, layanan, aktivitas internal, struktur, operasi, manajemen, dan hubungannya dengan pemangku kepentingan. Selain itu, perusahaan juga harus memiliki sumber daya berwujud, tidak berwujud dan manusia yang saling terkait. Dilanjutkan pula dalam *theory of the firm*, bahwa perusahaan mempengaruhi dan dipengaruhi, melalui jaringan hubungan, dan oleh sejumlah pemangku kepentingan sosial dan non-sosial yang dapat memberikan atau membatalkan lisensi untuk beroperasi perusahaan (Molla, 2019).

Perusahaan dikendalikan oleh manajernya, yang bertanggung jawab untuk mengawasi dan memastikan bahwa kegiatannya berada di dalam hukum. Teori ini juga memberikan sudut pandang dari para karyawan, yang merupakan duta besar perusahaan, dan bertanggung jawab untuk menyeimbangkan tujuan menghasilkan keuntungan perusahaan dengan tanggung jawabnya kepada semua pemangku kepentingan. Selain itu juga, karyawan bertanggung jawab untuk mengembangkan sumber daya perusahaan dan untuk mengintegrasikannya secara holistik di seluruh sistem perusahaan dari waktu ke waktu untuk memberikan keunggulan kompetitif. Perusahaan dan agennya berkewajiban untuk mengakui bahwa perusahaan, pesaing, pembuat undang-undang, konsumen, lingkungan, dan dunia terus berkembang (Lozano, *et al.*, 2016).

Theory of the firm dengan demikian juga sangat terkait erat dengan dengan perilaku para manajer di dalam menentukan struktur modalnya atau juga berhubungan dengan keputusan manajerial tentang utang. Sehubungan dengan ini, menunjukkan bahwa ketika perusahaan memutuskan untuk mengambil peluang investasi di masa yang akan datang, maka keberadaan hutang yang segera jatuh tempo harus diambil, dan memaksimalkan nilai perusahaan yang salah satunya tercermin dari *market to book value* yang tinggi (Vogt, 1997). Kondisi sebaliknya, perusahaan tidak akan mengambil beberapa proyek yang tidak menguntungkan karena dianggap hanya akan memberikan keuntungan kepada para pemegang obligasi dan bukan pemegang ekuitas. Kondisi seperti ini (dengan tidak adanya subsidi pajak untuk hutang) mengakibatkan turunnya *market to book value* (Lozano, *et al.*, 2016).

B. Market to Book Value

Myers (1977) mengungkapkan bahwa *market to book value* dapat digunakan untuk melihat kesempatan bertumbuh bagi perusahaan. Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi dengan demikian mempunyai kapasitas untuk melakukan kegiatan investasi dalam bentuk pembelian aset. Hal ini sangat bisa dipahami karena, misalnya saja aset berupa mesin yang digunakan untuk mendukung produksi, pengenalan produk baru, akuisisi dari perusahaan lain, dan pengeluaran modal lainnya yang terkait dengan pemeliharaan dan penggantian aset perusahaan. Selanjutnya, pasar akan bereaksi positif terhadap perusahaan yang memiliki nilai bersih sekarang dari peluang pertumbuhan dengan demikian dengan kondisi *market to book value* yang tinggi (Vogt, 1997).

Dinyatakan pula oleh Manurung (2012) bahwa *market to book value* disebut juga dengan total aset perusahaan atau dinyatakan oleh Nidar (2013) bahwa nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli manakala perusahaan tersebut dijual. *Market to book value* dapat menggambarkan keadaan perusahaan, sehingga apabila perusahaan mempunyai nilai yang baik, maka akan dipandang baik oleh para calon investor. Artinya juga *market to book value* yang tinggi mengindikasikan bahwa kinerja perusahaan dalam kondisi baik. Husnan (2008) juga menyatakan

bahwa *market to book value* dapat dijadikan indikator harga yang dibayar oleh calon pembeli jika sewaktu-waktu perusahaan tersebut dijual. Maka dari itu, tujuan utama perusahaan dengan demikian dapat memaksimalkan nilai perusahaan dengan *market to book value* yang tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi mewakili tingkat kemakmuran pemilik perusahaan, sehingga menjadi perhatian utama para investor. Tingkat kesejahteraan pemegang saham dan investor tercermin dari nilai perusahaan. Nilai perusahaan menjadi indikator kinerja bagi manajer keuangan. Persepsi investor terhadap perusahaan yang biasanya terkait dengan harga saham. Alasannya bahwa harga saham yang tinggi akan membuat nilai perusahaan lebih tinggi juga (Salvatore, 2005).

Alfi dan Safarzadeh (2016) menyatakan bahwa harga saham yang mewakili *market to book value* adalah salah satu kriteria utama untuk investasi, dan penilaian perusahaan. Investor memprediksi perubahan harga saham dengan pengetahuan tentang faktor-faktor yang efektif dalam mempengaruhi *market to book value*, untuk pengambilan keputusan membeli atau tidak membeli saham. Terdapat banyak faktor yang dapat mempengaruhi *market to book value*, diantaranya adalah struktur aset dan juga struktur modal (Nofrita, 2013).

Rasio yang terdapat dalam *market to book value* memberikan gambaran mengenai tingkat kemampuan perusahaan untuk menciptakan nilai relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. *Market to book value* tinggi mencerminkan harga saham lebih tinggi dari nilai buku per saham. Tingginya harga saham, maka semakin sukses perusahaan menciptakan nilai bagi para pemegang saham. Selanjutnya, memberikan harapan kepada pemegang saham dalam bentuk keuntungan yang lebih besar. *Market to book value* juga dinyatakan rasio pasar yang digunakan untuk mengukur kinerja harga pasar saham dari nilai buku sekaligus ukuran kesempatan bertumbuh (Handoko, 2016).

C. Struktur Modal

Weston dan Copeland (1997) mengungkapkan bahwa struktur modal merupakan hubungan antara hutang dengan modal sendiri. Kewajiban membatasi manajemen sementara modal meningkatkan fleksibilitas dan keputusan. Rasio ini berguna untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam (kreditor) dengan pemilik perusahaan. Kasmir (2012) mengungkapkan bahwa rasio ini juga dapat digunakan untuk mengetahui setiap rupiah atas *equity* yang dapat dijadikan sebagai bentuk jaminan atas utang perusahaan. Struktur modal juga merupakan paduan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Utang jangka panjang diantaranya terdiri dari obligasi dan utang atas angsuran, sedangkan modal sendiri terdiri dari berbagai jenis saham dan laba ditahan (Alfi dan Safarzadeh, 2016).

Penelitian yang dilakukan oleh Asif dan Aziz (2016) pada perusahaan di Bursa Efek Karachi mengungkapkan bahwa penentuan struktur modal merupakan bagian yang sangat penting untuk efektifitas kinerja keuangan perusahaan. Alfi dan Safarzadeh (2016) mengungkapkan bahwa struktur modal dari perspektif strategi oportunistik mengacu pada penilaian dan pengawasan manajer pada laporan keuangan untuk menyesuaikan dan mengoptimalkan laporan keuangan dan menarik investor untuk berinvestasi serta bersedia membeli saham. Strategi ini meningkatkan jumlah transaksi yang menguntungkan.

Alfi dan Safarzadeh (2016) mengungkapkan bahwa utang yang digunakan dalam struktur keuangan perusahaan dapat meningkatkan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham. Di sisi lain, hal tersebut itu juga dapat meningkatkan risiko. Uang tunai/kas merupakan aset yang sangat rentan terhadap tindakan para manajer. Tindakan tersebut bersifat konservatif dan agresif dalam menggunakan kas, yaitu mencoba menyimpan uang tunai untuk pembayaran di yang akan datang dan peluang investasi. Langkah yang dilakukan secara agresif dalam membelanjakan kas untuk melakukan investasi pada proyek-proyek yang mempunyai tingkat risiko tinggi. Akibatnya,

melakukan investasi pada proyek-proyek yang tidak menguntungkan yang pada akhirnya menjadikan nilai perusahaan rendah. Para investor juga melakukan penilaian terhadap perusahaan dalam hal kemampuan dari pihak manajemen di dalam membangun permodalannya, salah satunya dapat dilihat dari *debt to equity ratio* (Astutik, dkk. 2022).

D. Struktur Aset

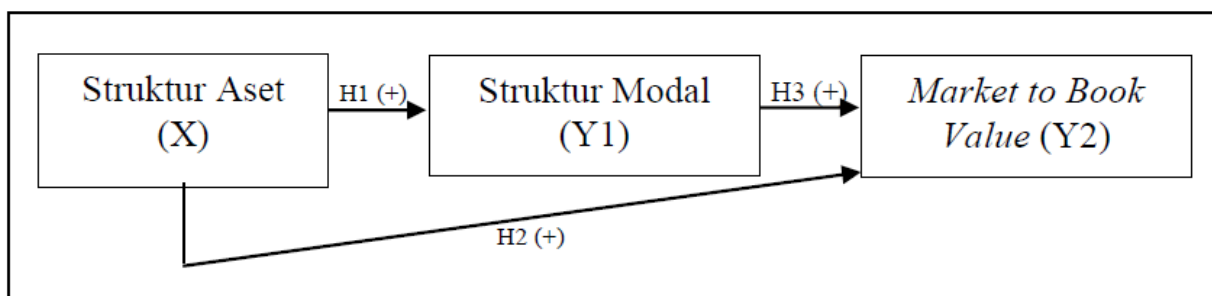
Struktur aset merupakan rasio dari aset tetap dengan keseluruhan aset yang dimiliki oleh perusahaan. Rasio ini juga menunjukkan besarnya *collateral* yang dimiliki oleh perusahaan jika membutuhkan tambahan modal dari hutang. Lzryadnova (2013) juga menyatakan bahwa struktur aset merupakan sekelompok aset berwujud yang dimiliki oleh perusahaan untuk membangun dan memperluas bisnisnya, khususnya pada perusahaan manufaktur. Struktur aset adalah kekayaan atau sumber daya ekonomi yang dimiliki oleh perusahaan yang diharapkan dapat memberikan manfaat di masa depan yang terdiri dari aset tetap, aset tidak berwujud, dan aset lancar.

ZhengSheng dan NuoZhi (2013) juga mengungkapkan bahwa struktur aset adalah alokasi sumber daya yang beragam, yaitu terdiri dari komponen aset dari omset dan aset atas produksi. Struktur aset juga sebagai kombinasi dari berbagai komponen aset yang diidentifikasi sebagai aset tetap keuangan, aset tetap berwujud, aset lancar, dan investasi saat ini, kas di dalam perusahaan, dan kas di bank (Koralun dan Bereznicka, 2013). Pendekatan serupa dilakukan oleh Schmidt (2014), di mana struktur aset terdiri dari aset lancar, investasi dan dana jangka panjang, bangunan, berbagai jenis perlengkapan dan peralatan, aset tidak berwujud, serta aset lainnya.

Sehubungan dengan hal ini, Rao *et al.* (2019) menyatakan bahwa ketika struktur aset perusahaan tinggi maka struktur modal yang bersumber dari pihak eksternal juga tinggi. Terkait dengan perusahaan yang bergerak di bidang manufaktur, terdapat korelasi positif dengan aset tetap. Keadaan ini sangat logis karena dikarenakan sifat dari perusahaan-perusahaan manufaktur memerlukan proporsi aset tetap yang sangat tinggi, karena untuk mengolah *raw material* menjadi barang jadi. Struktur aset di perusahaan manufaktur cenderung meningkatkan investasi pada aset tetap dan mengurangi investasi pada aset lancar. Selain itu, pertumbuhan besar-besaran dalam aset tetap harus mengarah pada peningkatan laba karena pemanfaatan aset ini berarti lebih banyak produk dan penjualan yang dilakukan oleh perusahaan (Kantudu, 2008). Perusahaan dengan aset yang cukup berada dalam posisi untuk memanfaatkan struktur modal optimal, yang kemudian mengarah pada kinerja keuangan yang lebih baik. Berdasarkan teori ini, memberikan pandangan bahwa aset yang cukup dapat mengurangi risiko dan biaya kebangkrutan, sehingga meningkatkan kinerja keuangan perusahaan yang selanjutnya kinerja saham (Koralun dan Bereznicka, 2013).

E. Kerangka Konseptual

Sehubungan dengan berbagai teori di atas, dengan diperkuat hasil pengujian dari Krisnawati, dkk (2022), Molla (2019), Djazuli (2019), dan Vintila *et al.* (2019). Pada dalam pengujian empirisnya membuktikan bahwa struktur aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal, sekaligus hasil ini sejalan dengan *theory of the firm*. Al-Slehat (2019) dan Saleh *et al.* (2015) melakukan penelitian dengan kesimpulan struktur aset berpengaruh positif terhadap *market to book value*. Ahmad (2022) yang mengungkapkan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap *market to book value*. Selanjutnya digunakan sebagai dasar untuk merumuskan hipotesis, sebagaimana yang termuat di dalam kerangka konseptual pada gambar yang tertera sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Berpikir Teoritis

METODE PENELITIAN

Penelitian ini termasuk ke dalam jenis kuantitatif, dengan desain uji pengaruh, dengan menentukan objek pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di industri manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI), sekaligus sebagai populasi tahun tahun 2017-2021 sebanyak 179 perusahaan. Berdasarkan metode *purposive sampling*, diperoleh sebanyak 74 perusahaan sebagai sampel. Teknik pengumpulan data melalui *documentary* melalui melalui *website* www.idx.co.id. Operasionalisasi variabel ditetapkan sebagaimana yang nampak pada tabel berikut:

Tabel 1. Operasionalisasi Variabel

Variabel	Operasionalisasi Variabel
Struktur Aset (X)	$Tangibility\ Assets = \frac{FA}{TA}$
Struktur Modal (Y1)	$DER = \frac{Total\ Debt}{Total\ Equity}$
Market to Book Value (Y2)	$Market\ to\ Book\ Value = \frac{Market\ Price\ per\ Stock}{Book\ Value}$

Pengolahan data dilakukan analisis dengan menggunakan regresi linier berganda pendekatan *least square* dan *path analysis*, dengan langkah-langkah pengujian analisis statistik deskriptif, uji asumsi klasik, uji model, dan uji hipotesis (baik untuk pengaruh langsung maupun mediasi).

HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Analisis Deskriptif Variabel Penelitian

Sub analisis ini dimaksudkan untuk memberikan gambaran mengenai kinerja dari 74 perusahaan industri manufaktur yang *listing* di BEI selama tahun 2017-2021. Kinerja yang dimaksudkan mengenai struktur aset, struktur modal yang diprosikan dengan *debt to equity ratio*, dan *market to book value*. Berdasarkan hasil pengolahan data nampak sebagai berikut:

Tabel 2. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Struktur Aset (X)	74	.03	1.13	.4649	.21634
Struktur Modal (Y1)	74	.10	3.79	.8230	.71341
Market to Book Value (Y2)	74	.15	52.82	3.4034	8.44139

Sumber: Data sekunder diolah (2023)

Pada tabel 2 nampak bahwa struktur aset terendah dari 74 perusahaan sebagai sampel sebesar 0,03 dan tertinggi sebesar 1,13. Artinya bahwa proporsi antara total aset terhadap aset tetap terendah sebesar 3% tertinggi sebesar 11,3%. Rata-rata perusahaan di industri manufaktur mengalokasikan total aset untuk *fixed assets* sebesar 0,46% dengan besarnya standar deviasi 0,22%. Perusahaan yang

mempunyai struktur aset terendah adalah pada PT. Semen Indonesia, Tbk yang ada di sub sektor industri dasar dan kimia yang melakukan produksi semen. Perusahaan ini tentu saja membutuhkan modal kerja yang sangat besar, dengan demikian pihak manajemen lebih menitik beratkan pada aset lancar dibandingkan dengan aset tetap. Selanjutnya, PT. Wijaya Karya Beton, Tbk merupakan perusahaan yang mempunyai struktur aset tertinggi, karena perusahaan bergerak di bidang industri beton, *engineering, production, dan installation* dengan demikian mempunyai aset tetap yang besar karena membutuhkan banyak alat berat.

Struktur modal yang dilihat dari perspektif *debt to equity ratio* terendah sebesar 0,10% dan tertinggi 3,79%. Kemampuan membayar hutang dengan menggunakan jaminan *equity* terendah tersebut adalah PT. Multi Prima Sejahtera, Tbk pada sub sektor aneka industri. Kinerja tertinggi dicapai oleh PT. Alakasa Industrindo, Tbk sub sektor industri dasar dan kimia sebesar. Rata-rata struktur modal sebesar 0,82% dengan standar deviasi 0,71%. Berdasarkan data statistik ini perusahaan yang mempunyai struktur modal tertinggi sekalipun di industri manufaktur selama kurun waktu 2017-2021 masih di bawah rata-rata keseluruhan perusahaan yang menjadi sampel. Artinya, pada periode ini kemampuan dari 74 perusahaan dalam melakukan pengembalian hutang masih dibidang rendah. Hal ini dikarenakan khususnya mulai akhir tahun 2019 hingga 2021 terjadi pandemi *Covid-19* sehingga berdampak pada capaian kinerja keuangan secara keseluruhan.

Berikutnya, kinerja saham dalam memperoleh *market to book value* dari 74 perusahaan sebagai sampel terendah sebesar 0,15%, tertinggi 52,82%, rata-rata 3,40 dan dengan standar deviasi 8,44%. PT. Japfa Comfeed Indonesia, Tbk memperoleh *market to book value* terendah, perusahaan ini bergerak di bidang *agri-food* yaitu melakukan produksi makanan untuk ternak, pembibitan ayam, pengolahan unggas, dan melakukan budidaya di berbagai produk pertanian. Rendahnya kinerja saham ini dikarenakan periode penelitian juga memasukan tahun dimana terjadi pandemi *Covid-19* yang mana konsentrasi para masyarakat lebih kepada kesehatan, hal ini yang mengakibatkan permintaan akan produk PT. Japfa Comfeed Indonesia, Tbk rendah. Selanjutnya, PT. Unggul Indah Cahaya, Tbk mempunyai *market to book value* tertinggi.

B. Uji Asumsi Klasik

Pengujian ini dimaksudkan untuk mengetahui ada tidaknya masalah pengganggu yang ada di persamaan model I maupun II. Uji normalitas dilakukan terhadap Res-1 dan Res-2 dengan formula *skewness*, dengan demikian untuk heteroskedastisitas dengan uji *park* dilakukan dengan menguji variabel independen terhadap Abs Res-1 dan Abs Res-2. Selanjutnya, uji multikolinieritas dilakukan dengan uji VIF dan untuk autokorelasi menggunakan pendekatan *Durbin Watson* (DW). Hasil pengolahan data nampak sebagaimana pada tabel berikut:

Tabel 3. Uji Asumsi Klasik

Persamaan	Normalitas	Heteroskedastisitas	Mutikolinieritas	Autokorelasi
Persamaan I	1,338	0,278	1,000	2,200
Persamaan II	1,792	0,080 0,074	1,000 1,000	1,993
<i>Cut Off :</i> ($\alpha = 5\%$, $n = 68$)	<i>Zskweness</i> _I Sig AbsRes2 VIF _I Du- _I 4 - Du- _I	= 2,00 = 0,05 = < 10 = 1,6785 = 2,3215	<i>Zskweness</i> _{II} Sig AbsRes3 VIF _{II} Du- _{II} 4 - Du- _{II}	= 2,00 = 0,05 = < 10 = 1,7001 = 2,2999

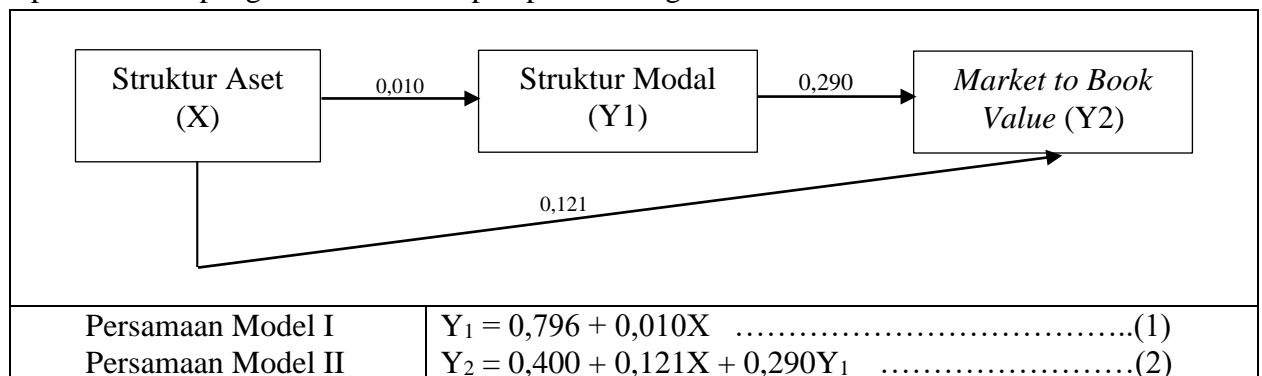
Sumber: Data sekunder diolah (2023)

Berdasarkan tabel 3 nampak bahwa pada persamaan model I dilakukan pengujian atas normalitas data 2 (dua) tahap, yang mana pada tahap I terdapat 4 (empat) data yang terjadi *outlier*,

sehingga dikeluarkan dari model dengan demikian tersisa 68 data yang normal dan yang digunakan untuk berbagai pengujian tahap lainnya. Pada tahap uji normalitas tahap II diperoleh hasil bahwa *Zskewness Res-2* sebesar 1,338 ($< 2,00$) dengan demikian dinyatakan normal. Hasil pengujian yang sama (normal) pada persamaan II, yang mana dibuktikan dengan koefisien *Zskewness Res-3* sebesar 1,792 sehingga dapat digunakan sebagai acuan untuk pengujian selanjutnya. Uji heteroskedastisitas baik untuk persamaan model I maupun II juga menunjukkan bahwa korelasi antara variabel independen terhadap AbsRes adalah homoskedastisitas dengan demikian tidak terjadi masalah heteroskedastisitas (signifikansi $> 0,05$). Sama halnya dengan uji multikolinieritas juga menunjukkan bahwa seluruhnya mempunyai $VIF < 10$, dengan demikian untuk seluruh model terbebas dari masalah multikolinieritas. Kedua persamaan model tersebut juga terbebas dari masalah autokorelasi terbukti secara statistik bahwa mempunyai koefisien $Du < D < 4-Du$.

C. Analisis Persamaan Model

Persamaan model menggambarkan nilai konstanta dan koefisien, sehingga diketahui *slope* pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap dependen baik untuk persamaan model I maupun II. Hasil pengolahan data nampak pada kerangka berikut:



Gambar 2. Hasil Koefisien Regresi pada Model I & II

Berdasarkan gambar 2 (dua) nampak bahwa struktur modal yang diproksikan dengan *debt to equity ratio* diperoleh konstanta sebesar 0,796% dengan asumsi tidak memperhitungkan struktur aset *tangible*. Nampak pula *slope* positif pengaruh *tangibility assets* terhadap *debt to equity ratio* ditunjukkan dengan koefisien regresi sebesar 0,010. Artinya bahwa jika perusahaan di industri manufaktur mempunyai proporsi *tangibility assets* tinggi. Hal ini selanjutnya akan memperoleh prioritas dari pihak kreditur, sehingga jika di dalam struktur modalnya sewaktu-waktu membutuhkan tambahan modal maka akan dengan mudah memperoleh kepercayaan, dengan demikian memberikan peluang atas *debt to equity ratio* meningkat.

Selanjutnya, konstanta untuk persamaan II sebesar 0,400 artinya bahwa dengan mengasumsikan bahwa perusahaan tidak memperhitungkan *tangibility assets* dan tidak menggunakan *debt to equity ratio* di dalam struktur modalnya, maka *market to book value* sebesar 0,40%. Nampak pula bahwa ketika *tangibility assets* perusahaan tinggi, maka ditangkap menjadi sebuah *signal* positif, dengan demikian mampu meningkatkan harga saham yang selanjutnya berdampak pada peningkatan *market to book value*. *Slope* positif juga terjadi pada *debt to equity ratio*, artinya ketika rasio ini tinggi maka perusahaan dimaknai mempunyai struktur modal yang kuat, sehingga meningkatkan kredibilitas. Pada akhirnya menarik minat investor maupun calon investor untuk menanamkan modalnya, yang selanjutnya berimplikasi pada peningkatan kinerja saham salah satunya *market to book value* yang tinggi.

D. Uji Model

Langkah selanjutnya dilakukan dengan uji model (F test dan adjusted R²), sebagaimana yang nampak pada tabel berikut:

Tabel 4. Uji Model

Uji Model	Hasil		
	F _t	Sig. F	Adj. R ²
Persamaan Model I	<i>Not tested.</i>	<i>Not tested.</i>	<i>Not tested.</i>
Persamaan Model II	3,533	0,035	0,070

Sumber: Data sekunder diolah (2023)

Berdasarkan tabel 4 nampak hasil untuk melakukan tahap uji model di dalam persamaan ini. Pada persamaan I tidak dilakukan pengujian model, dikarenakan merupakan persamaan regresi sederhana, sedangkan uji F dan *adjusted R²* ditujukan jika bersifat berganda. Selanjutnya pada persamaan II nampak bahwa *tangibility assets* dan *debt to equity ratio* mempunyai kemampuan dalam menjelaskan *market to book value* secara signifikan, namun hanya sebesar 7%. Artinya bahwa di dalam perusahaan industri manufaktur yang terdapat di BEI kemampuan kinerja saham dalam mencapai *market to book value* didominasi oleh faktor lain. Misalnya, profitabilitas, struktur kepemilikan, susunan dewan direksi, ukuran perusahaan, reputasi auditor internal, dan tentu masih banyak faktor lain termasuk dari perspektif makro.

E. Uji Hipotesis dan Pembahasan

Uji hipotesis untuk melihat *slope* pengaruh serta tingkat signifikansi baik pada persamaan model I maupun II. Berdasarkan hasil pengolahan data, pengujian dilakukan sebagai berikut:

Tabel 5. Uji Hipotesis

Variabel		t _h	Sig.	Kesimpulan
Independen	Dependen			
<i>Tangibility assets.</i>	Struktur modal	1,782	0,009	Diterima
<i>Tangibility assets.</i>	<i>Market to book value</i>	1,024	0,309	Ditolak
Struktur modal.		2,463	0,016	Diterima

$\alpha = 5\%$; $n = 68$ $t_{t-I} = 1,668$; $t_{t-II} = 1,669$

Sumber: Data sekunder diolah (2023)

Pengaruh *Tangibility Assets* terhadap Struktur Modal

Berdasarkan tabel 5 nampak bahwa *tangibility assets* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal yang diukur dengan *debt to equity ratio*, dengan demikian hipotesis diterima. Pernyataan ini dibuktikan dengan nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ ($1,782 > 1,668$) dengan tingkat signifikansi 0,009. Artinya bahwa, bagi perusahaan dengan struktur aset *tangible* tinggi maka dengan demikian mempunyai mempunyai *collateral* yang memadai. Kondisi ini dengan demikian dijadikan *signal* positif oleh para kreditur, karena jika perusahaan di dalam struktur modalnya membutuhkan tambahan modal dengan *leverage*, maka didukung oleh jaminan yang besar. Pihak kreditur tidak lebih tertarik pada perusahaan seperti ini, dengan demikian sangat mudah bagi perusahaan untuk meningkatkan *leverage*. Hasil pengujian ini didukung pula oleh objek penelitian yaitu perusahaan yang bergerak di industri manufaktur, dengan demikian mempunyai *tangibility assets* yang tinggi dan dengan demikian perusahaan sangat berpotensi untuk meningkatkan *rasio debt to equity ratio*.

Sejalan dengan *theory of the firm* yang mana perusahaan dengan aset riil yang tinggi, maka akan mendapat perhatian lebih atas kepercayaan dari para kreditur (Lozano, *et al.*, 2016). Artinya bahwa, selain memerhatikan rugi laba, maka pihak kreditur juga memberikan perhatian penuh atas

neraca perusahaan untuk melihat proporsi aset berwujud terhadap keseluruhan aset yang dimiliki. Argumennya bahwa struktur aset merupakan sumber daya yang mempunyai nilai ekonomi dapat manfaat di masa yang akan datang dan mempunyai nilai tambah. Proporsi aset tetap yang tinggi dengan demikian memberikan jaminan atas keamanan kemampuan menyelesaikan berbagai kewajiban dengan pihak kreditur (Lzryadnova, 2013). Koralun dan Bereznicka (2013) juga sejalan dengan temuan di atas, dimana ketika nilai agunan aset juga ditemukan menjadi penentu yang sangat penting terhadap rasio utang.

Rao *et al.* (2019) dalam pengujian empirisnya juga sejalan dengan pernyataan di atas dengan demikian sesuai dengan *theory of the firm*. Dinyatakan bahwa bagi perusahaan dengan struktur aset *tangible* tinggi maka struktur modal dari *leverage* juga mengikuti. Hal ini sering terjadi di perusahaan manufaktur, mempunyai *tangibility* aset yang sangat besar proporsinya. Argumennya bahwa perusahaan manufaktur sangat membutuhkan proporsi aset tetap yang lebih banyak, mengingat kebutuhan produksi mulai dari bahan mentah menjadi produk yang siap dijual. Selain itu, kebutuhan modal kerja juga tinggi, dan untuk memperkuat itu dicukupi dari *leverage*. Pengujian ini sejalan pula dengan kesimpulan dari Krisnawati, dkk (2022), Molla (2019), Djazuli (2019), dan Vintila *et al.* (2019), yang mana struktur aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh *Tangibility Assets* terhadap *Market to Book Value*

Tabel 5 menunjukkan hasil bahwa hipotesis yang menyatakan *tangibility* aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap *market to book value* ditolak. Dinyatakan secara statistik bahwa $t_{hitung} < t_{tabel}$ ($1,024 < 1,669$) dengan signifikansi 0,309. Pada persamaan model II ini dengan demikian dilihat dari perspektif investor atau calon investor. Artinya hasil ini dipandang oleh investor bahwa pada industri manufaktur dengan proporsi aset *tangible* yang tinggi tidak bisa secara langsung meningkatkan kinerja saham dari aspek *market to book value*. Alasannya bahwa proporsi aset tetap yang banyak dapat berdampak pada akumulasi penyusutan yang tinggi pula sehingga diartikan dapat mengganggu modal kerja perusahaan. Hal ini yang pada akhirnya mengurangi minat dari para investor atau calon investor untuk menanamkan modalnya sehingga tidak berdampak pada perubahan atas *market to book value* yang tinggi sebagaimana yang diharapkan oleh para pihak manajemen.

Hasil pengujian ini sejalan sebagaimana yang dinyatakan di dalam *theory of the firm*, yang mana perubahan pada proporsi aset tetap berdampak pada perubahan atas aset lancar. Artinya rasio *tangibility assets* yang tinggi secara otomatis mengurangi *current assets*. Akibatnya dalam mengganggu kelancaran atas modal kerja (Koralun dan Bereznicka, 2013; Schmidt (2014). Di sisi lain, *market to book value* merupakan bagian yang dapat digunakan untuk mengukur baik/buruknya kinerja perusahaan (Husnan, 2008). Bagi para investor yang berorientasi jangka panjang, tidak akan tertarik melakukan investasi pada perusahaan dalam kondisi seperti ini, karena menitikberatkan pada nilai perusahaan (Nidar, 2013). Dinyatakan pula dalam penelitian Mardones dan Gonzalo (2019) pada perusahaan di Amerika Latin, Rajhans dan Kaur (2013) di India, menyimpulkan bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap *market to book value*.

Pengaruh Struktur Modal terhadap *Market to Book Value*

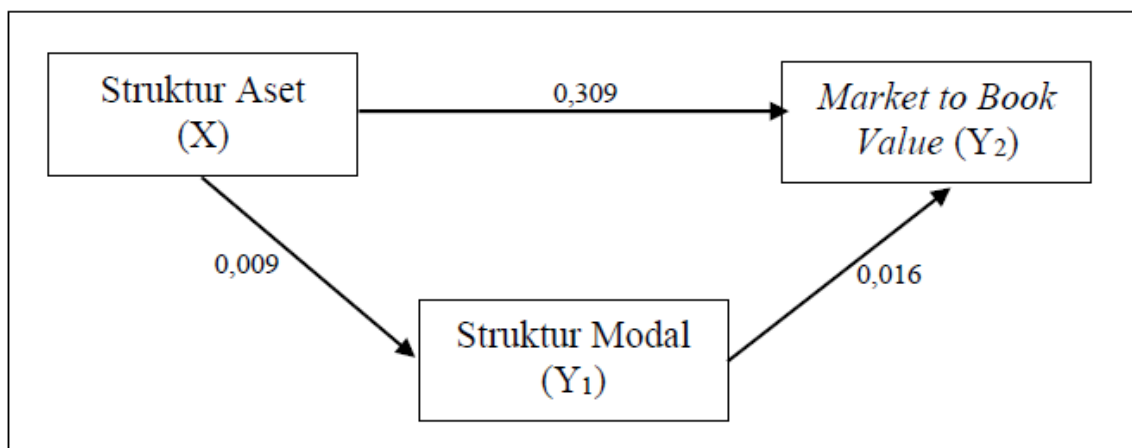
Pengujian selanjutnya (tabel 5) bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap *market to book value* diterima, yang dinyatakan secara statistik $2,463 > 1,669$ dengan signifikansi 0,016. Artinya bagi industri manufaktur bahwa struktur modal yang tinggi (diproksikan dengan *debt to equity ratio*) mampu meningkatkan *market to book value*. Hal ini dikarenakan, dengan *debt to equity ratio* yang tinggi dengan demikian perusahaan dimaknai mempunyai modal yang

memadai. Kondisi ini ditangkap menjadi *signal* positif, karena jika sewaktu-waktu ada peluang yang menguntungkan, maka mempunyai kesempatan yang pertama. Selanjutnya, meningkatkan kemampuan untuk meningkatkan kesejahteraan bagi para pemegang saham dan jangka panjang mampu mewujudkan nilai perusahaan yang tinggi. Kenyataan ini yang pada akhirnya menarik minat dari para investor untuk menanamkan modalnya pada saham di industri manufaktur, yang kemudian harga saham meningkat selanjutnya tercermin atas capaian *market to book value* yang tinggi.

Dinyatakan oleh *theory of the firm* bahwa struktur modal dijadikan sarana bagi para *agent* untuk meningkatkan kinerja sahamnya (Lozano, *et al.*, 2016). Dilihat dari perspektif dari para pemegang saham maka *leverage* sebaiknya besar, namun jangan sampai melampaui *extreme leverage*. Artinya, harus dalam kondisi yang aman, dimana jika perusahaan memperoleh pendapatan yang sangat stabil dan memiliki *trend* industri sedang meningkat (Fahmi, 2012). Uzliawati, dkk (2018) dan Ahmad (2022) dalam kajiannya mengungkap bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap *market to book value*. Rao (2019) dalam pengujiannya juga memberikan kesimpulan yang sama, yang mana struktur modal berdampak pada peningkatan *market to book value* secara signifikan.

Pengaruh *Tangibility Assets* terhadap *Market to Book Value* melalui Mediasi Struktur Modal

Selanjutnya pengujian terhadap pengaruh *tangibility assets* terhadap *market to book value* melalui mediasi struktur modal. Hasil pengujian *path* yang dilihat dari aspek signifikansinya nampak sebagaimana pada gambar berikut:



Gambar 3. Uji Mediasi

Sumber: Data sekunder diolah (2023)

Gambar 3 nampak bahwa struktur aset yang diproksikan dengan *tangibility assets* tidak mampu mempengaruhi *market to book value* secara langsung, namun dibutuhkan adanya struktur modal dari *debt to equity ratio*. Artinya bahwa *tangibility assets* itu sendiri tidak menjadi perhatian utama dari para investor, namun jika variabel tersebut dimanfaatkan sebagai *collateral* untuk meningkatkan modal melalui *leverage* maka akan menjadi menarik bagi para investor atau calon investor. Alasannya ketika *tangibility assets* yang tinggi bisa dikembangkan untuk menambah modal eksternal yang selanjutnya dijadikan sebagai sarana untuk menangkap peluang yang sangat menguntungkan maka mempunyai potensi yang sangat tinggi untuk meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini yang menjadi sasaran utama bagi para investor, ketika sudah bersedia untuk menanamkan modalnya.

Bagi perusahaan manufaktur terbukti mempunyai *tangibility assets* yang tinggi untuk melakukan proses produksi dan di sisi lain membutuhkan modal yang besar pula karena ruang lingkup

pekerjaan yang sangat luas dan kompleks. Pada akhirnya, hasil ini telah membuktikan pula bahwa pada industri manufaktur kedua variabel tersebut sangat dibutuhkan di dalam mewujudkan nilai perusahaan. *Market to book value* merupakan salah satu indikator penilaian, yang mana harga saham yang tinggi dengan demikian mencerminkan capaian variabel tersebut juga tinggi. Hasil ini dengan demikian sangat rasional ketika terbukti bahwa *debt to equity ratio* memediasi pengaruh *tangibility assets* terhadap *market to book value*.

SIMPULAN DAN SARAN

A. Simpulan

Simpulan dari hasil penelitian ini sejalan dengan *theory of the firm*, yang mana struktur aset (*tangibility assets*) mampu meningkatkan *debt to equity ratio* di dalam struktur modal perusahaan. Di sisi lain yang mana *tangibility assets* tidak mampu meningkatkan *market to book value* secara langsung namun membutuhkan peran dari *debt to equity ratio*. Artinya bahwa *debt to equity ratio* yang tinggi mampu meningkatkan kinerja saham dari perspektif *market to book value*.

B. Saran

Saran yang dapat direkomendasikan bagi para calon investor yaitu dengan mempertimbangkan *debt to equity ratio* dan kemampuan pengembaliannya, hal ini mengingat berdampak pada capaian *market to book value*. Bagi para peneliti mendatang, dengan tetap menggunakan dasar kerangka konseptual yang sama, namun mengingat koefisien *adjusted R²* hanya 7% maka perlu dikembangkan dengan menambahkan beberapa variabel independen lainnya. *Novelty* dari hasil penelitian ini adalah pengembangan dari penelitian Krisnawati, dkk. (2022) dengan menempatkan struktur modal sebagai mediasi (terbukti memediasi), yang semula sebagai variabel independen.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, H. dan Muslim. (2022). *Several Factors Affecting Firm Value Manufacturing in Indonesia*. Jurnal Akuntansi, 26(1), 127-143. <https://doi.org/10.24912/ja.v26i1.821>.
- Alfi, Shohreh, dan Safarzadeh, Mohammad Hossein. (2016). *Effect of Capital Structure and Liquidity on Firm Value*. IJABER, 14(14), 10143-10153.
- Al-Slehat, Zaher Abdel Fattah. (2019). *Impact of Financial Leverage, Size, and Assets Structure on Firm Value: Evidence from Industrial Sector Jordan*. International Business Research, 13(1). <https://doi.org/10.5539/ibr.v13n1p109>.
- Astutik, D., Krisnawati, H., & Purnomo, Y.A. (2022). *Determinan Pengembalian atas Total Aset pada Industri Manufaktur Sub Sektor Makanan dan Minuman yang Terdaftar di BEI*. Cemerlang: Jurnal Manajemen dan Ekonomi Bisnis, 2(2), 146-153. <https://doi.org/10.55606/cemerlang.v2i2.324>.
- Asif, Ammara, dan Aziz, Bilal. (2016). *Impact of Capital Structure on Firm Value Creation-Evidence from the Cement Sector of Pakistan*. International Journal of Research in Finance and Marketing, 6(6).
- Brounen, D., De-Jong, A., Koedijk, K. (2005). *Capital Structure Policies in Europe: Survey Evidence*. Journal of Banking & Finance, 30(5), 1409-1442. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.02.010>.
- Djazuli, Abid. (2019). *The Impact of Company Size, Asset Structure, and Profitability on Capital Structure of the Automotive Sector Companies Listed in Indonesia Stock Exchange*. Journal of Management Research, 11(2). <https://doi.org/10.5296/jmr.v11i2.14473>.
- Handoo, Anshu, dan Sharma, Kapil. (2014). *A Study on Determinants of Capital Structure in India*, Institute of Management Studies, Devi Ahilya University, Khandwa Road, Takshashila

- Campus, Indore. M.P. 452017, India. IIMB Management Review*, 26. 170e182. Diunduh: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S097038961400069X>.
- Handoko, Didy. (2016). *The Influence of Firm Characteristics on Capital Structure and Firm Value: An Empirical Study of Indonesia Insurance Companies*. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 4(4).
- Hovakimian A. (2006). *Are Observed Capital Structures Determined by Equity Market Timing?* *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(1), 221-243. <https://doi.org/10.1017/S0022109000002489>.
- Husna, A., dan Satria, I. (2019). *Effects of Return on Asset, Debt to Asset Ratio, Current Ratio, Firm Size, and Dividend Payout Ratio on Firm Value*. *International Journal of Economics and Financial Issues*. 9(5), 50-54. <https://doi.org/10.32479/ijefi.8595>.
- Kane. (1984). *How Big is the Tax Advantage to Debt?* *The Journal of Finance - Wiley Online Library*. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03678.x>.
- Kokeyeva, Samal dan Ainagul, Ad. (2019). *Capital Structure Choice in SMEs: Evidence from Kazakhstan*. *International Journal of Management, Entrepreneurship, Social Science, and Humanities (IJMESH)*, 2(2), 77-87. <https://doi.org/10.31098/ijmesh.v2i2.16>.
- Koralun, Julia dan Bereznicka. (2013). *How Does Asset Structure Correlate with Capital Structure? Cross Industry and Cross Size Analysis of the EU Countries*. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 1(1), 19-28. <https://doi.org/10.13189/ujaf.2013.010103>.
- Krisnawati, H. & Astutik, D. (2022). *Pengujian Faktor Fundamental terhadap Struktur Modal pada Industri Manufaktur*. *Ekonomika45: Jurnal Ilmiah Manajemen, Ekonomi Bisnis, Kewirausahaan*, 10(1), 168–176. <https://doi.org/10.30640/ekonomika45.v10i1.640>.
- Lozano, R., Carpenter, A., Huisingh, D. (2016). *A Review of Theories of the Firm and their Contributions to Corporate Sustainability Netherlands*. Copernicus Institute of Sustainable Development.
- Lzryadnova, O. (2013). *Investments in Fixed Assets in February 2013*. Retrieved from <http://www.iep.ru/files/RePEc/gai/recdev/108Izryadnova.pdf>.
- Mardones, Juan Gallegos and Gonzalo, R.C. (2019). *Capital Structure and Performance in Latin American Companies*. *Economic Research Ekonomiska Istrazivanja*. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1697720>.
- Molla, Md. Edrich. (2019). *Factors Influencing Capital Structure on Firm's Value: A Study on DSE Listed Companies*. *International Journal of Science and Business*, 3(1), 37-51.
- Myers, Stewart C. (1977). *Determinants of Corporate Borrowing*. *Journal of Financial Economics* 5. 147–175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0).
- Myers, S. C. (1984). *The Capital Structure Puzzle*. *The Journal of Finance*, 39 (3), 574–592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>.
- Myers, S. C. (2001). *Capital Structure*. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102. Diunduh: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdf/10.1257/jep.15.2.81>.
- Nidar, Sulaiman Rahman. (2013). *Pengaruh Beta dan Likuiditas Saham terhadap Tingkat Pengembalian Saham pada Saham LQ45 di Bursa Efek Jakarta Periode 2005-2006*. UNPAD.
- Nofrita, Ria. (2013). *Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening*. Universitas Negeri Padang. Diunduh: <http://ejournal.unp.ac.id/students/index.php/akt/article/view/86/74>.
- Rajhans, Rajni Kant, dan Kaur, Kawalpreet. (2013). *Financial Determinants of Firm's Value Evidence from Indian Firms*. *International Journal of Business Economics & Management Research*, 3(5).
- Rao Purnima, Satish Kumar, dan Vinodh Madhavan. (2019). *A Study on Factors Driving the Capital Structure Decisions of Small and Medium Enterprises (SMES) in India*. *IIMB Management Review*, 31, 37–50.
- Saleh Hatta, Sunu Priyawan, Tri Ratnawati. (2015). *The Influence of Assets Structure, Capital Structure and Market Risk on the Growth, Profitability and Corporate Values (Study in*

- Manufacturing Companies Listed in Indonesia Stock Exchange*). International Journal of Business and Management Invention, 4(12).
- Schmidt, M. (2014). *Business Case Essentials, 4th Edition: Solution Matrix Limited*. e-Book. Diunduh: http://www.solutionmatrix.de/downloads/Business_Case_Essentials.pdf.
- Sihombing, L., Astuty, W., dan Irfan. (2021). *Effect of Capital Structure, Firm Size, and Leverage on Firm Value with Profitability as an Intervening Variable in Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange*. Budapest International Research and Critics Institute-Journal (BIRCI-Journal), 4(3), 6585-6591. <https://doi.org/10.33258/birci.v4i3.2472>.
- Uzliawati, L., Yuliana, A., Januarsi, Y., dan Santoso, M.I. (2018). *Optimisation of Capital Structure and Firm Value*. European Research Studies Journal, Volume XXI, Issue 2.
- Vintila, Georgeta; Stefan C.G.; dan Diana A.T. (2019). *Exploring the Determinants of Financial Structure in the Technology Industry: Panel Data Evidence from the New York Stock Exchange Listed Companies*. Journal of Risk and Financial Management. <https://doi.org/10.3390/jrfm12040163>.
- Vogt, S.C. (1997). *Cash Flow dan Capital Spending: Evidence from Capital Expenditure Announcements*. Financial Management, 26, 44-57. <https://doi.org/10.2307/3666166>.