

**PENGARUH STRUKTUR MODAL TERHADAP KINERJA
KEUANGAN DENGAN BIAYA MODAL SEBAGAI VARIABEL
MEDIASI**

(Studi Empiris pada Perusahaan Kesehatan di ASEAN 2017-2023)



SKRIPSI

Oleh:

Nama: Luqyana Syauqi Daeng Matara

No. Mahasiswa: 21312032

**PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2025**

**PENGARUH STRUKTUR MODAL TERHADAP KINERJA KEUANGAN
DENGAN BIAYA MODAL SEBAGAI VARIABEL MEDIASI**

(Studi Empiris pada Perusahaan Kesehatan di ASEAN 2017-2023)

SKRIPSI

Disusun dan diajukan untuk memenuhi sebagai salah satu syarat untuk mencapai
derajat Sarjana Strata-1 Program Studi Akuntansi pada Fakultas Bisnis dan
Ekonomika UII

Oleh:

Nama: Luqyana Syauqi Daeng Matara

No. Mahasiswa: 21312032

**PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2025**

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar maka saya sanggup menerima hukuman/sangsi apapun sesuai peraturan yang berlaku.”

Yogyakarta, 23 April 2025

Penulis,

A handwritten signature in black ink is written over a yellow revenue stamp. The stamp features a red circular postmark and the text '1000', 'METERAI TEMPEL', and 'B223BAMX223043119'.

(Luqyana Syauqi Daeng Matara)

BERITA ACARA UJIAN TUGAS AKHIR/SKRIPSI

Nomor: 175/Ka.ProdiAkt/10/Prodi.Ak/US/IV/2025

Bismillahirrahmanirrahim,

Pada Semester Genap 2024/2025, hari Selasa, tanggal 06 Mei 2025, Program Studi Akuntansi Fakultas Bisnis dan Ekonomika UII telah menyelenggarakan Ujian Tugas Akhir/Skripsi yang disusun oleh:

Nama : LUQYANA SYAUQI DAENG MATARA
NIM : 21312032
Judul Tugas Akhir : Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan Dengan Biaya Modal Sebagai Variabel Mediasi
Dosen Pembimbing : Muamar Nur Kholid, SE., Ak., M.Ak.

Berdasarkan hasil evaluasi Tim Dosen Penguji Tugas Akhir, maka Tugas Akhir (Skripsi) tersebut dinyatakan:

Lulus

Nilai : A
Referensi : Layak ditampilkan di Perpustakaan

Tim Penguji:

Ketua Tim : Muamar Nur Kholid, SE., Ak., M.Ak.
Anggota Tim : Yunan Najamuddin, Drs., MBA., CMA., CAPF

Yogyakarta, 06 Mei 2025

Ketua Program Studi Akuntansi,



Prof. Rifqi Muhammad, SE., SH., M.Sc., Ph.D., SAS
NIK. 033120104

BERITA ACARA UJIAN TUGAS AKHIR/SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan Dengan Biaya Modal Sebagai Variabel Mediasi

Disusun oleh : LUQYANA SYAUQI DAENG MATARA

Nomor Mahasiswa : 21312032

Telah dipertahankan didepan Tim Penguji dan dinyatakan Lulus
pada hari, tanggal: Selasa, 06 Mei 2025

Penguji/Pembimbing Skripsi : Muamar Nur Kholid, SE., Ak., M.Ak.

Penguji : Yunan Najamuddin, Drs., MBA., CMA., CAPF

Mengetahui
Dekan Fakultas Bisnis dan Ekonomika
Universitas Islam Indonesia



Prof. Johan Arifin, S.E., M.Si., Ph.D., CFrA, CertIPSAS.

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Warrahmatullahi Wabarakatuh

Alhamdulillahirobbil'alamin. Segala puji dan syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT atas limpahan rahmat dan karunia-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan penulisan skripsi ini dengan tepat waktu. Shalawat serta salam senantiasa tercurah kepada Nabi Muhammad SAW, yang telah membawa umat manusia keluar dari kegelapan zaman Jahiliyah menuju cahaya kebenaran di zaman terang benderang.

Skripsi dengan judul “Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan dengan Biaya Modal sebagai Variabel Mediasi” (Studi Empiris pada Perusahaan Kesehatan di ASEAN 2017–2023) disusun sebagai salah satu persyaratan untuk menyelesaikan program Sarjana (Strata-1) pada Program Studi Akuntansi, Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Islam Indonesia. Penelitian ini juga bertujuan memberikan pembaruan yang diharapkan mampu berkontribusi pada pengembangan ilmu pengetahuan di bidang pasar modal dan praktik akuntansi.

Penyusunan skripsi ini melibatkan bantuan, dukungan, doa, serta perjuangan dari berbagai pihak. Penulis menyampaikan rasa terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Terima kasih yang sebesar-besarnya kepada keluarga tercinta, Bapak Abdul Fattah Daeng Matara, Ibu Detty Assi, dan abang Irfan Floresta Daeng Matara atas segala doa, dukungan, dan kasih sayang yang tiada henti. Semua

semangat, pengorbanan, dan perhatian yang diberikan selalu mendampingi penulis baik dalam suka maupun duka dan menjadi sumber kekuatan yang sangat berarti. Tanpa bimbingan dan dukungan ini, penulis tidak akan mampu menyelesaikan studi ini dengan baik, semoga Allah SWT membalas dengan segala kebaikan. Amin.

2. Bapak Dekar Urumsah, S.E., S.Si., M.Com(IS)., Ph.D., CFrA, selaku Ketua Jurusan S1 Akuntansi Universitas Islam Indonesia, yang telah memberikan dukungan, arahan, dan izin penelitian, serta kebijakan yang memfasilitasi kelancaran studi dan penyusunan laporan ini.
3. Ibu Noor Endah Cahyawati, S.E., M.Si., selaku Dosen Pembimbing Akademik, atas bimbingan dan dukungannya selama penulis menjalani perkuliahan.
4. Kepada Ibu Dra. Reni Yendrawati, M.Si., CFrA., dan Bapak Muamar Nur Kholid, S.E., M.Ak., Ak., CA selaku Dosen Pembimbing Skripsi, yang dengan sabar membantu penulis dalam setiap langkah penyusunan skripsi ini. Bimbingan, arahan, perhatian dan dukungan Ibu dan Bapak sangat berarti bagi penulis dalam mengembangkan penelitian ini hingga mencapai tahap penyelesaian.
5. Bapak dan Ibu Dosen Program S1 Akuntansi, Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Islam Indonesia, yang telah dengan tulus membagikan ilmu, wawasan, dan pengalaman selama perkuliahan. Pengetahuan yang telah diberikan sangat berharga bagi penulis dan menjadi bekal penting dalam menyelesaikan skripsi ini dengan baik dan mendalam.

6. Kepada keluarga besar Daeng Matara/Assi, terima kasih atas dukungan, semangat, dan kebersamaan yang selalu memberikan kekuatan dalam setiap langkah perjalanan penulis.
7. Ahmad Rizky Naufal, yang merupakan mahasiswa lintas jurusan UII. Terima kasih atas segala dukungan dan kesabaran yang luar biasa dalam mendampingi penulis sepanjang perjalanan ini. Cinta, semangat, dan inspirasi yang kamu berikan setiap hari menjadi sumber kekuatan yang tak ternilai. Bersamamu, penulis merasa lebih siap menghadapi tantangan dan melangkah dengan keyakinan menuju tujuan yang lebih besar.
8. Terima kasih kepada teman-teman seperjuangan, Ericka, Nilam, Tasya dan Khawlah yang selalu mendukung dan berbagi semangat selama perjalanan perkuliahan ini. Meskipun kita berasal dari program studi yang berbeda, kebersamaan dan dukungan kalian sangat berarti bagi penulis.
9. Terima kasih kepada teman-teman masa kecil yang sampai sekarang masih menemani perjalanan hidup penulis (Anak-anak “*Brainless Kiddoss*”) yang selalu memberi dukungan, tawa, dan kenangan indah. Persahabatan yang tulus dari kalian telah menjadi salah satu kekuatan terbesar dalam hidup penulis. Kalian tidak hanya menjadi teman bermain, tetapi juga menjadi teman sejati dalam menghadapi berbagai tantangan hidup. Semoga persahabatan ini terus bertahan dan semakin mempererat ikatan kita ke depannya.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih memiliki kekurangan dan belum sepenuhnya sempurna. Kritik dan saran yang bersifat membangun dari berbagai pihak sangat diharapkan. Masukan tersebut akan menjadi bahan perbaikan untuk meningkatkan kualitas skripsi ini di masa mendatang. Meskipun terdapat kekurangan, penulis berharap karya ini tetap memberikan manfaat, baik dalam ranah akademik maupun bagi praktisi akuntansi.

Sebagai penutup, penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih yang sebesar-besarnya kepada semua pihak yang telah memberikan dukungan dan kontribusi dalam proses penyusunan skripsi ini, mulai dari awal hingga selesai. Penulis juga memohon semoga segala upaya yang telah dilakukan mendapatkan ridha dari Allah SWT. Amin.

Wassalamu'alaikum Warrahamatullahi Wabarakatuh

Yogyakarta,

Penulis,

(Luqyana Syauqi Daeng Matara)

DAFTAR ISI

Halama Sampul.....	i
Halaman Judul	ii
Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme.....	iii
Halaman Pengesahan	iv
Kata Pengantar.....	vi
Daftar Isi.....	x
Daftar Tabel	xiv
Daftar Gambar	xvi
Daftar Lampiran.....	xvii
Abstrak	xviii
<i>Abstract</i>	xix
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	6
1.3 Tujuan Penelitian.....	7
1.4 Manfaat Penelitian.....	7
1.5 Sistematika Penulisan.....	8
BAB II KAJIAN PUSTAKA.....	11
2.1 Landasan Teori	11
2.1.1 <i>Trade-Off Theory</i>	11
2.1.2 <i>Pecking Order Theory</i>	12
2.1.3 Perusahaan Sektor Kesehatan	13
2.1.4 Laporan Keuangan.....	14
2.1.5 Rasio Keuangan.....	14

2.1.6 Struktur Modal	18
2.1.7 Kinerja Keuangan.....	19
2.1.8 Biaya Modal	21
2.2 Penelitian Terdahulu.....	22
2.3 Pengembangan Hipotesis Penelitian	41
2.3.1 Pengaruh Struktur Modal Terhadap <i>Return on Assets</i>	41
2.3.2 Pengaruh Struktur Modal Terhadap <i>Return on Equity</i>	42
2.3.3 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Biaya Modal.....	43
2.3.4 Mediasi Biaya Modal pada Pengaruh Struktur Modal Terhadap <i>Return on Assets</i>	44
2.3.5 Mediasi Biaya Modal pada Pengaruh Struktur Modal Terhadap <i>Return on Equity</i>	44
2.4 Kerangka Penelitian	46
BAB III METODE PENELITIAN	47
3.1 Populasi dan Penentuan Sampel.....	47
3.2 Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data	48
3.2.1 Jenis dan Sumber Data.....	48
3.2.2 Teknik Pengumpulan Data	49
3.3 Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian.....	49
3.3.1 Variabel Independen (<i>Independent Variable</i>).....	49
3.3.1.1 <i>Debt to Equity Ratio</i>	49
3.3.2 Variabel Dependen (<i>Dependent Variable</i>).....	50
3.3.2.1 Kinerja Keuangan	51
3.3.3 Variabel Mediasi	53
3.3.3.1 Biaya Modal	53
3.3.4 Variabel Kontrol	54
3.3.4.1 Ukuran Perusahaan	54
3.3.4.2 Umur Perusahaan.....	55
3.4 Analisis Data	56
3.4.1 Statistik Deskriptif.....	56
3.4.2 Uji Estimasi Model Data Panel	56
3.4.2.1 Uji <i>Chow</i>	57

3.4.2.2 Uji <i>Hausman</i>	57
3.4.2.3 Uji <i>Lagrange Multiplier</i>	58
3.4.3 Model Regresi Data Panel.....	59
3.4.3.1 Model Efek Umum (<i>Common Effect Model</i>)	59
3.4.3.2 Model Efek Tetap (<i>Fixed Effect Model</i>).....	59
3.4.3.3 Model Efek Acak (<i>Random Effect Model</i>)	60
3.4.4 Uji Asumsi Klasik.....	60
3.4.4.1 Uji Multikolinearitas.....	60
3.4.4.2 Uji Heteroskedastisitas.....	61
3.5 Pengujian Hipotesis	62
3.5.1 Analisis Jalur (<i>Path Analysis</i>)	62
3.5.2 Sobel Test.....	62
BAB IV DATA DAN PEMBAHASAN	63
4.1 Populasi dan Sampel Penelitian	63
4.2 Analisis Statistik Deskriptif	64
4.3 Uji Estimasi Model.....	69
4.3.1 Uji <i>Chow</i>	69
4.3.2 Uji <i>Hausman</i>	72
4.3.3 Uji <i>Lagrange Multiplier</i>	75
4.4 Model Regresi Data Panel	77
4.4.1 <i>Random Effect Model</i> (REM).....	77
4.4.2 <i>Fixed Effect Model</i> (FEM).....	81
4.5 Uji Asumsi Klasik	84
4.5.1 Uji Multikolinearitas.....	84
4.5.2 Uji Heteroskedastisitas	84
4.6 Pengujian Hipotesis	87
4.6.1 Analisis Regresi Linier Model Jalur (<i>Path Analysis</i>)	87
4.6.1.1 Perhitungan Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung.....	94
4.6.2 Pengujian Sobel.....	96
4.7 Pembahasan.....	97
4.7.1 Pengaruh DER Terhadap ROA.....	97
4.7.2 Pengaruh DER Terhadap ROE	98

4.7.3	Pengaruh DER Terhadap WACC.....	100
4.7.4	Pengaruh WACC Dalam Memediasi Hubungan DER Terhadap ROA	101
4.7.5	Pengaruh WACC Dalam Memediasi Hubungan DER Terhadap ROE	102
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN.....		105
5.1	Kesimpulan	105
5.2	Keterbatasan Penelitian	106
5.3	Saran.....	107
DAFTAR PUSTAKA.....		109
LAMPIRAN		112

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu.....	25
Tabel 4.1 Hasil Seleksi Sampel Berdasarkan Metode Purposive Sampling.....	63
Tabel 4.2 Hasil Analisis Statistik Deskriptif Sebelum Transformasi Data	64
Tabel 4.3 Hasil Analisis Statistik Deskriptif Setelah Transformasi Data	66
Tabel 4.4 Hasil Uji Chow Hubungan Langsung DER terhadap ROA	69
Tabel 4.5 Hasil Uji Chow Hubungan Langsung DER terhadap ROE.....	69
Tabel 4.6 Hasil Uji Chow Hubungan Langsung DER terhadap WACC	70
Tabel 4.7 Hasil Uji Chow Hubungan Tidak Langsung DER terhadap ROA Melalui WACC	70
Tabel 4.8 Hasil Uji Chow Hubungan Tidak Langsung DER terhadap ROE Melalui WACC	71
Tabel 4.9 Hasil Uji Hausman Hubungan Langsung DER terhadap ROA.....	72
Tabel 4.10 Hasil Uji Hausman Hubungan Langsung DER terhadap ROE	72
Tabel 4.11 Hasil Uji Hausman Hubungan Langsung DER terhadap WACC	73
Tabel 4.12 Hasil Uji Hausman Hubungan Tidak Langsung DER terhadap ROA Melalui WACC	73
Tabel 4.13 Hasil Uji Hausman Hubungan Tidak Langsung DER terhadap ROE Melalui WACC	74
Tabel 4.14 Hasil Uji LM Hubungan Langsung DER terhadap ROA.....	75
Tabel 4.15 Hasil Uji LM Hubungan Langsung DER terhadap ROE	75
Tabel 4.16 Hasil Uji LM Hubungan Langsung DER terhadap WACC.....	76
Tabel 4.17 Hasil Regresi Hubungan Langsung DER terhadap ROA dengan REM	77
Tabel 4.18 Hasil Regresi Hubungan Langsung DER terhadap ROE dengan REM	78
Tabel 4.19 Hasil Regresi Hubungan Langsung DER terhadap WACC dengan REM.....	80
Tabel 4.20 Hasil Regresi Hubungan Tidak Langsung DER terhadap ROA Melalui WACC dengan FEM.....	81
Tabel 4.21 Hasil Regresi Hubungan Tidak Langsung DER terhadap ROE Melalui WACC dengan FEM.....	82
Tabel 4.22 Hasil Uji Multikolinearitas	84
Tabel 4.23 Hasil Uji Heteroskedastisitas Hubungan Langsung DER terhadap ROA	84
Tabel 4.24 Hasil Uji Heteroskedastisitas Hubungan Langsung DER terhadap ROE	85
Tabel 4.25 Hasil Uji Heteroskedastisitas Hubungan Langsung DER terhadap WACC	85
Tabel 4.26 Hasil Uji Heteroskedastisitas Hubungan Tidak Langsung DER terhadap ROA Melalui WACC	86

Tabel 4.27 Hasil Uji Heteroskedastisitas Hubungan Tidak Langsung DER terhadap ROE Melalui WACC	86
Tabel 4.28 Hasil Uji t Hubungan Langsung DER terhadap ROA	87
Tabel 4.29 Hasil Uji t Hubungan Langsung DER terhadap ROE	88
Tabel 4.30 Hasil Uji t Hubungan Langsung DER terhadap WACC.....	89
Tabel 4.31 Hasil Uji t Hubungan Tidak Langsung DER terhadap ROA melalui WACC	90
Tabel 4.32 Hasil Uji t Hubungan Tidak Langsung DER terhadap ROE melalui WACC	91
Tabel 4.33 Ringkasan Hasil Uji t Hubungan Langsung	93
Tabel 4.34 Ringkasan Hasil Uji t Hubungan Tidak Langsung	93
Tabel 4.35 Ringkasan Koefisien Jalur Pengaruh Langsung dan Pengaruh Tidak Langsung	94
Tabel 4.36 Hasil Uji Sobel.....	96

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Proses Analisis Kinerja Keuangan	19
Gambar 2.2 Kerangka Penelitian	46

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar Nama Perusahaan Sampel.....	112
Lampiran 2 Data Mentah.....	117
Lampiran 3 Data Setelah Penghapusan Outlier dan Transformasi	132

ABSTRAK

Penelitian menganalisis pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan dengan biaya modal sebagai variabel mediasi pada perusahaan sektor kesehatan di kawasan ASEAN periode 2017-2023. Jumlah sampel yang digunakan adalah 91 perusahaan menggunakan metode *purposive sampling*. Struktur modal diukur menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER), kinerja keuangan melalui *Return on Assets* (ROA) dan *Return on Equity* (ROE), serta biaya modal diwakili oleh *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Hasil menunjukkan bahwa struktur modal tidak signifikan dengan ROA tidak signifikan dengan ROE. Struktur modal memberikan pengaruh negatif dan signifikan terhadap biaya modal. Biaya modal tidak memediasi hubungan antara struktur modal dengan kinerja keuangan. Hasil ini menegaskan bahwa pengelolaan struktur modal dan efisiensi biaya modal diperlukan untuk mendukung peningkatan kinerja keuangan.

Kata Kunci: Struktur Modal, Biaya Modal, Kinerja Keuangan, Sektor Kesehatan, ASEAN

ABSTRACT

The study analyzes the effect of capital structure on financial performance with the cost of capital as a mediating variable in healthcare sector companies in the ASEAN region for the period 2017–2023. The sample consists of 91 companies selected using purposive sampling. Capital structure is measured using the Debt to Equity Ratio (DER), financial performance is measured by Return on Assets (ROA) and Return on Equity (ROE), while the cost of capital is represented by the Weighted Average Cost of Capital (WACC). The results show that capital structure has no significant effect on ROA and no significant effect on ROE. Capital structure has a negative and significant effect on the cost of capital. The cost of capital does not mediate the relationship between capital structure and financial performance. These findings emphasize that managing capital structure and optimizing cost efficiency are necessary to support improvements in financial performance.

Keywords: *Capital Structure, Cost of Capital, Financial Performance, Healthcare Sector, ASEAN.*

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Perubahan kondisi ekonomi saat ini menyebabkan perusahaan harus menghadapi persaingan bisnis yang semakin ketat, sehingga perusahaan harus menyusun strategi yang efektif agar dapat bertahan dan berkembang di tengah kondisi pasar yang terus berubah. Ad'hani et al. (2024) menyatakan bahwa tujuan utama perusahaan adalah memperoleh keuntungan guna meningkatkan kesejahteraan pemangku kepentingan serta menjaga kestabilan usaha. Keberhasilan dalam mencapai tujuan tersebut dapat dilihat dari kinerja keuangan perusahaan. Kinerja keuangan merupakan gambaran kondisi keuangan perusahaan dalam periode tertentu yang mencerminkan keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumber daya keuangannya (Sriwiyanti et al., 2021). Evaluasi terhadap kinerja keuangan menjadi aspek penting bagi pemangku kepentingan dalam menilai kesehatan keuangan perusahaan. Investor, kreditur, dan manajemen memanfaatkan informasi keuangan dalam pengambilan keputusan strategis yang berpengaruh terhadap masa depan perusahaan. Pengelolaan kinerja keuangan yang kurang optimal meningkatkan risiko kesulitan likuiditas yang dapat menghambat kelangsungan operasional. Strategi keuangan yang tepat diperlukan untuk menjaga stabilitas dan daya saing perusahaan di industri (Gemilang & Wiyono, 2021).

Kinerja keuangan yang optimal tidak terlepas dari efisiensi dalam pengelolaan biaya modal, karena biaya yang terlalu tinggi dapat menekan

profitabilitas dan menghambat pertumbuhan perusahaan. Menurut Budhiarjo (2023), biaya modal merupakan pengeluaran riil yang harus ditanggung perusahaan dalam memperoleh sumber pendanaan, baik melalui utang, penerbitan saham, maupun laba ditahan. Efisiensi dalam mengelola biaya ini sangat berpengaruh terhadap profitabilitas dan pertumbuhan jangka panjang perusahaan. Pengambilan keputusan yang tepat dalam menentukan sumber pendanaan akan membantu perusahaan menyeimbangkan risiko dan keuntungan, sehingga dapat mempertahankan stabilitas keuangan serta meningkatkan daya saing di industri.

Struktur modal yang tepat memainkan peran penting dalam mendukung efisiensi biaya modal dan menjaga keseimbangan keuangan perusahaan. Struktur modal merupakan cara perusahaan membiayai asetnya melalui kombinasi sumber pendanaan, termasuk utang, ekuitas, serta klaim terhadap aset dan arus kas yang dihasilkan (Budhiarjo, 2023). Kombinasi pendanaan yang optimal memungkinkan perusahaan mengelola risiko keuangan secara lebih efektif dan meningkatkan profitabilitas. Menurut Sriwiyanti et al. (2021), dalam membiayai aktivitas operasionalnya, perusahaan perlu mengoptimalkan kombinasi sumber pendanaan yang dapat menghasilkan keuntungan dari penggunaan modal berbasis utang. Struktur modal yang optimal tidak hanya berperan dalam menjaga keseimbangan keuangan tetapi juga dalam menentukan besarnya biaya modal yang harus ditanggung perusahaan. Pemilihan proporsi utang dan ekuitas yang tepat akan berpengaruh pada efisiensi biaya modal serta tingkat profitabilitas yang dicapai. Ketidakseimbangan dalam struktur modal dapat meningkatkan risiko finansial, sehingga menurunkan daya saing dan kinerja perusahaan di pasar modal. Fluktuasi

suku bunga dan perubahan kebijakan moneter memengaruhi besarnya biaya modal yang harus ditanggung perusahaan. Kondisi ini mendorong perusahaan untuk menyesuaikan struktur modalnya agar tetap mampu memperoleh pendanaan dengan biaya yang lebih rendah dan menjaga kinerja keuangan yang optimal.

Struktur modal merupakan faktor utama dalam menentukan stabilitas keuangan perusahaan, di mana keseimbangan antara penggunaan utang dan ekuitas memengaruhi biaya modal yang harus ditanggung perusahaan. Kombinasi optimal antara utang dan ekuitas dengan biaya yang rendah dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan, sehingga berkontribusi pada peningkatan nilai perusahaan secara keseluruhan (Bala et al., 2024). Struktur modal yang didominasi oleh ekuitas cenderung mengurangi risiko gagal bayar dan biaya bunga, sementara ketergantungan yang tinggi pada utang dapat meningkatkan beban keuangan serta menurunkan profitabilitas perusahaan (Ad'hani et al., 2024). Biaya modal yang tinggi berpotensi menghambat pertumbuhan dan ekspansi usaha, sehingga perusahaan perlu menentukan struktur modal yang optimal untuk menjaga daya saing di industri. Kinerja keuangan perusahaan dipengaruhi oleh efisiensi dalam pengelolaan biaya modal, di mana penurunan biaya modal memungkinkan perusahaan meningkatkan profitabilitas dan nilai bagi pemegang saham.

Perusahaan dalam sektor kesehatan menghadapi tantangan besar dalam menyeimbangkan struktur modal untuk memperoleh pendanaan yang efisien serta mempertahankan stabilitas dan keberlanjutan kinerja keuangan. Industri ini berfokus pada penyediaan layanan dan produk yang mendukung proses perawatan pasien mulai dari pencegahan hingga pemulihan, melibatkan jasa, produk,

pembiayaan, serta tenaga profesional lintas bidang, dan merupakan salah satu sektor dengan pertumbuhan tercepat, memberikan kontribusi lebih dari 10% terhadap PDB di sebagian besar negara maju (Wikipedia, 2024). Pengelolaan keuangan yang efisien menjadi kunci untuk tetap kompetitif di tengah peningkatan kebutuhan layanan dan tekanan biaya, sementara kompleksitas regulasi dan perkembangan teknologi menuntut strategi keuangan yang optimal, termasuk struktur modal yang seimbang. PT Kimia Farma Tbk (KAEF) menjadi salah satu contoh tantangan tersebut dengan kerugian signifikan sebesar Rp1,82 triliun pada tahun 2023 akibat praktik rekayasa keuangan oleh anak usahanya, PT Kimia Farma Apotek (KFA), pada periode 2021–2022. Manipulasi data penjualan mengakibatkan kinerja terlihat lebih baik dari kenyataan, sementara audit internal menunjukkan lonjakan beban usaha sebesar 35,53% secara tahunan hingga mencapai Rp4,66 triliun. Efisiensi operasional menjadi perhatian serius dengan kelebihan jumlah pabrik, sehingga manajemen berencana mengurangi jumlah pabrik dari sepuluh menjadi lima (Gideon, 2024). Kasus ini mencerminkan perlunya pengelolaan struktur modal yang hati-hati, efisiensi biaya operasional, dan transparansi laporan keuangan untuk menjaga daya saing serta keberlanjutan usaha di sektor Kesehatan.

Ketidakpastian kondisi ekonomi semakin memperumit pengelolaan struktur modal bagi perusahaan Kesehatan. Krisis ekonomi global, pandemi, serta kebijakan moneter yang fluktuatif menuntut perusahaan untuk lebih adaptif dalam mengelola keuangan guna mengurangi risiko keuangan yang mungkin timbul. Peace & Onyenania (2025), menyatakan bahwa perubahan dalam kekuatan pasar dan

kondisi ekonomi membuat total penjualan sulit diprediksi, sehingga hubungan antara struktur modal dan margin laba kotor tidak selalu jelas atau mudah ditentukan. Keputusan finansial yang kurang tepat dalam situasi seperti ini meningkatkan risiko likuiditas dan menghambat kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban keuangannya. Strategi keuangan yang fleksibel diperlukan agar perusahaan tetap dapat beroperasi secara optimal di tengah ketidakpastian ekonomi.

Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Bala et al. (2024) menemukan bahwa struktur modal berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Rasio utang yang lebih tinggi berdampak negatif pada ROA karena meningkatnya beban bunga. Biaya modal (WACC) yang berperan sebagai mediasi, di mana kenaikan WACC menurunkan profitabilitas. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan, mengindikasikan bahwa perusahaan yang lebih besar memiliki stabilitas finansial yang lebih baik. Penelitian serupa oleh Ad'hani et al. (2024) menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan. Peningkatan rasio utang (DER) cenderung menurunkan profitabilitas perusahaan karena beban bunga yang harus ditanggung semakin besar. Hasil penelitian ini juga menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan, yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan skala lebih besar cenderung memiliki stabilitas keuangan yang lebih baik akibat pengelolaan yang lebih efisien.

Hasil penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa struktur modal memiliki peran krusial dalam menentukan efisiensi biaya modal dan kinerja keuangan

perusahaan. Skripsi ini berjudul "Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan dengan Biaya Modal sebagai Variabel Mediasi " (Studi Empiris pada Perusahaan Kesehatan di ASEAN 2017–2023), yang bertujuan untuk menganalisis bagaimana struktur modal memengaruhi biaya modal serta dampaknya terhadap kinerja keuangan.

Struktur modal yang tepat diharapkan dapat membantu perusahaan dalam menekan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC), sehingga mampu meningkatkan profitabilitas dan menjaga stabilitas keuangan. Efisiensi dalam pengelolaan biaya modal menjadi faktor penting dalam mempertahankan daya saing perusahaan, terutama bagi perusahaan Kesehatan di Kawasan ASEAN yang memiliki ekspektasi tinggi dari para investor. Pemilihan proporsi utang dan ekuitas yang optimal tidak hanya berpengaruh terhadap biaya modal, tetapi juga berdampak pada kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan mempertahankan pertumbuhan jangka panjang. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan wawasan yang lebih mendalam mengenai hubungan antara struktur modal, biaya modal, dan kinerja keuangan serta memberikan rekomendasi bagi perusahaan dalam merancang strategi pendanaan yang lebih efektif.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian dalam latar belakang, pertanyaan-pertanyaan berikut diajukan untuk menjawab permasalahan utama yang menjadi fokus penelitian ini:

1. Apakah struktur modal berpengaruh terhadap kinerja keuangan pada perusahaan Kesehatan di ASEAN 2017-2023?

2. Apakah struktur modal berpengaruh terhadap biaya modal pada perusahaan Kesehatan di ASEAN 2017-2023?
3. Apakah biaya modal memediasi pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan pada perusahaan Kesehatan di ASEAN 2017-2023?

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh struktur modal, yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER), terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur menggunakan *Return on Assets* (ROA) dan *Return on Equity* (ROE). Penelitian ini juga mengkaji peran biaya modal (WACC) sebagai variabel mediasi dalam hubungan antara struktur modal dan kinerja keuangan. Analisis ini dilakukan untuk memahami sejauh mana biaya modal memengaruhi efektivitas pengelolaan struktur modal dalam meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.

1.4 Manfaat Penelitian

a. Manfaat Akademis

Penelitian ini memberikan kontribusi bagi pengembangan literatur terkait struktur modal, biaya modal, dan kinerja keuangan, khususnya dengan mempertimbangkan biaya modal sebagai variabel mediasi. Kajian ini memperdalam pemahaman terhadap *Trade-Off Theory*, yang menjelaskan bahwa perusahaan harus menyeimbangkan antara manfaat pajak dari utang (*tax shield*) dengan risiko kebangkrutan akibat beban utang yang tinggi. Penelitian ini juga menguatkan *Pecking Order Theory* yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung menggunakan pendanaan internal terlebih dahulu, kemudian utang,

lalu ekuitas. Pemilihan ini dipengaruhi oleh asimetri informasi yang membuat biaya pendanaan eksternal menjadi lebih mahal.

b. Manfaat Praktisi

Penelitian ini memberikan wawasan bagi manajemen perusahaan, terutama perusahaan kesehatan di Kawasan ASEAN, dalam menyusun strategi struktur modal yang optimal guna menekan biaya modal dan meningkatkan kinerja keuangan. Berdasarkan teori agensi, struktur modal yang efektif dapat mengurangi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham, sehingga perusahaan dapat mengelola modal secara lebih efisien. Pemahaman yang lebih baik mengenai hubungan antara *Debt to Equity Ratio* (DER), biaya modal, dan kinerja keuangan membantu perusahaan dalam mengambil keputusan strategis terkait sumber pendanaan agar lebih efisien dan berkelanjutan. Bagi investor dan kreditur, penelitian ini memberikan informasi penting mengenai dampak komposisi struktur modal terhadap profitabilitas dan risiko keuangan perusahaan, sehingga dapat dijadikan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi dan pemberian kredit. Bagi regulator dan pembuat kebijakan, hasil penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan dalam merancang kebijakan yang mendukung pengelolaan struktur modal yang sehat, guna memperkuat stabilitas serta efisiensi pasar keuangan di Indonesia.

1.5 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan penelitian ini terbagi dalam lima bab, dengan penjelasan sebagai berikut:

1. BAB I – PENDAHULUAN. Bab ini menjelaskan tentang pentingnya penelitian, masalah yang diangkat, dan tujuan penelitian. Bagian awal memaparkan pentingnya penelitian serta membandingkan penelitian ini dengan penelitian lain, termasuk studi-studi sebelumnya. Struktur pendahuluan menggunakan format piramida terbalik, dimulai dengan uraian yang lebih umum dan diikuti dengan penjabaran yang lebih spesifik. Subbagian dalam bab ini meliputi: Latar Belakang Masalah, Rumusan Masalah, Tujuan Penelitian, Manfaat Penelitian, dan Sistematika Penulisan.
2. BAB II – TINJAUAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS. Bab ini mengemukakan dasar teori yang mendasari penelitian yang dilakukan. Kerangka teori dibangun untuk menjelaskan hubungan antar variabel dalam penelitian, serta memberikan landasan teoritis untuk merumuskan hipotesis berdasarkan teori yang ada.
3. BAB III – METODE PENELITIAN. Bab ini menguraikan dua aspek utama: metode pengumpulan data dan metode analisis data. Peneliti menjelaskan populasi yang diteliti beserta alasan pemilihannya. Jika menggunakan sampel, peneliti mencantumkan metode pengambilan sampel dan cara menentukan jumlah sampel. Peneliti juga menjelaskan alasan penggunaan alat analisis yang dipilih.
4. BAB IV – ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN. Bab ini menyajikan temuan-temuan dari analisis data. Peneliti tidak hanya menyatakan apakah variabel tertentu signifikan, tetapi juga menguraikan implikasi dari temuan

tersebut. Setiap hasil analisis disertai dengan simpulan dan pembahasan implikasinya.

5. BAB V – PENUTUP. Bab terakhir berisi kesimpulan dari penelitian yang telah dilakukan, merangkum hasil dari analisis data. Selain itu, bab ini juga menyampaikan keterbatasan penelitian serta memberikan rekomendasi untuk penelitian lebih lanjut.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 *Trade-Off Theory*

Trade-Off Theory menjelaskan bahwa perusahaan menentukan struktur modal dengan mempertimbangkan keseimbangan antara manfaat dan risiko penggunaan utang (Martono & Ramdani, 2024). Penggunaan utang memberikan keuntungan berupa penghematan pajak dari beban bunga yang dapat mengurangi laba kena pajak. Peningkatan proporsi utang juga meningkatkan risiko kesulitan keuangan dan biaya keagenan. Beban keuangan yang terlalu tinggi berpotensi menyebabkan kebangkrutan, yang dapat berdampak pada hilangnya kepercayaan pelanggan, pemasok, serta karyawan. Penentuan struktur modal yang optimal dilakukan dengan menyeimbangkan manfaat utang dengan risiko kebangkrutan dan biaya modal, sesuai dengan konsep *static trade-off* yang mengarahkan perusahaan menuju rasio utang yang ideal.

Struktur modal yang optimal berperan penting dalam menjaga keseimbangan antara manfaat dan risiko penggunaan utang. Struktur modal yang didominasi oleh ekuitas cenderung mengurangi risiko gagal bayar dan biaya bunga, sementara ketergantungan yang tinggi pada utang dapat meningkatkan beban keuangan serta menurunkan profitabilitas perusahaan (Ad'hani et al., 2024). *Trade-Off Theory* menjelaskan bahwa perusahaan harus mempertimbangkan keseimbangan antara manfaat pajak dari penggunaan utang dengan risiko

kebangkrutan dan biaya keuangan yang lebih besar. Pemilihan komposisi pendanaan yang tepat memungkinkan perusahaan menekan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) dan meningkatkan efisiensi keuangan, yang pada akhirnya berdampak positif pada kinerja keuangan perusahaan.

2.1.2 *Pecking Order Theory*

Pecking Order Theory, yang dikembangkan oleh Donaldson pada 1961 dan dinamai oleh Myers pada 1984, menjelaskan bahwa perusahaan cenderung mengutamakan pendanaan internal dari laba ditahan, kemudian menggunakan obligasi sebagai opsi pendanaan eksternal yang paling rendah risikonya, diikuti oleh sekuritas berkarakteristik opsi, dan terakhir menerbitkan saham baru jika masih diperlukan tambahan dana (Wikartika & Fitriyah, 2018). Asimetri informasi menyebabkan manajer memiliki pemahaman lebih baik dibandingkan investor eksternal, sehingga keputusan pendanaan cenderung diarahkan pada sumber yang tidak memerlukan keterbukaan informasi lebih lanjut kepada pihak luar. Biaya penerbitan obligasi yang lebih rendah dibandingkan dengan saham baru membuat perusahaan lebih memilih utang sebagai sumber pendanaan eksternal. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung memiliki tingkat utang lebih rendah bukan karena adanya target rasio utang tertentu, tetapi karena tidak membutuhkan tambahan modal eksternal.

Penelitian oleh Bala et al. (2024) menunjukkan bahwa rasio utang berdampak negatif terhadap Return on Assets (*ROA*), mengindikasikan bahwa peningkatan utang menurunkan profitabilitas akibat beban bunga. Hasil ini mendukung *Pecking Order Theory*, di mana perusahaan lebih memilih pendanaan

internal sebelum menggunakan utang. Biaya modal (WACC) berperan sebagai mediator, menunjukkan bahwa peningkatan WACC menurunkan profitabilitas, sehingga perusahaan cenderung menghindari pendanaan eksternal yang mahal.

2.1.3 Perusahaan Sektor Kesehatan

Sektor kesehatan merupakan sektor ekonomi yang mencakup penyediaan barang dan jasa untuk mendukung perawatan pasien secara menyeluruh, mencakup aspek kuratif, preventif, rehabilitatif, dan paliatif, serta melibatkan layanan, produk, dan pembiayaan yang dijalankan oleh tenaga profesional lintas bidang (Wikipedia, 2024). Sektor kesehatan mengalami pertumbuhan pesat, didorong oleh perkembangan teknologi, peningkatan harapan hidup, dan kebutuhan layanan medis yang semakin kompleks.

Industri kesehatan memainkan peran vital dalam menjamin kesejahteraan dan stabilitas sosial ekonomi karena erat kaitannya dengan penyelamatan nyawa serta peningkatan kualitas hidup masyarakat luas. Unit layanan kesehatan terdiri dari beragam entitas seperti pusat layanan medis, klinik umum dan spesialis, pabrik farmasi, serta produsen perlengkapan dan alat kesehatan (Putra & Alfinuha, 2024). Kemajuan di bidang teknologi digital dan biomedis telah mendorong transformasi sektor layanan kesehatan menuju sistem yang lebih cepat, efisien, dan terjangkau oleh semua kalangan. Pada awal tahun 2020, laju pertumbuhan ekonomi global mengalami perlambatan yang cukup signifikan. Situasi ini tidak hanya melanda negara-negara berkembang, tetapi juga turut dirasakan oleh negara-negara maju. Keadaan tersebut semakin memburuk akibat munculnya pandemi COVID-19, yang menyebar hampir ke seluruh penjuru dunia (Umar et al., 2022 dalam Putra &

Alfinuha, 2024). Kontribusi sektor medis terhadap produk domestik bruto (PDB) terus meningkat, khususnya saat pandemi COVID-19 berlangsung, yang menyebabkan lonjakan kebutuhan terhadap sarana dan tenaga medis (Putra & Alfinuha, 2024). Selain sebagai elemen penunjang kehidupan masyarakat, sektor kesehatan juga menjadi indikator penting dalam pengukuran kinerja keuangan dan pertimbangan investasi di bursa saham, terutama pada perusahaan yang bergerak di bidang kesehatan.

2.1.4 Laporan Keuangan

Laporan keuangan adalah dokumen yang menyediakan informasi terkait keuangan sebuah entitas bisnis atau organisasi dalam jangka waktu tertentu (Fitriana, 2024). Laporan ini berfungsi sebagai dasar akuntansi yang berguna bagi bisnis, proses audit, serta penilaian kelayakan pajak, pembiayaan, dan investasi, sehingga memudahkan pemangku kepentingan dalam menilai kondisi keuangan dan mengambil langkah preventif saat diperlukan. Kualitas laporan keuangan sangat dipengaruhi oleh standar akuntansi yang diterapkan perusahaan.

2.1.5 Rasio Keuangan

Rasio keuangan adalah metode analisis yang membandingkan angka dalam laporan keuangan untuk menilai kondisi dan kinerja perusahaan serta menggambarkan kesehatan finansialnya (Fitriana, 2024). Tujuan analisis rasio ini adalah untuk memberikan pemahaman yang lebih baik mengenai kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan perbandingan relatif, bukan hanya angka mutlak. Analisis rasio mempermudah pihak-pihak yang berkepentingan, seperti manajer, analis kredit, dan analis saham, dalam memahami dan menafsirkan kondisi

keuangan perusahaan serta mengurangi risiko kesalahan dalam interpretasi data keuangan yang disajikan.

Menurut Fitriana (2024), analisis rasio keuangan perusahaan dapat dikelompokkan menjadi tiga, yaitu:

1. Rasio Neraca: Rasio ini membandingkan angka-angka yang bersumber dari neraca.
2. Rasio Laporan Laba Rugi: Rasio ini membandingkan angka-angka yang hanya diperoleh dari laporan laba rugi.
3. Rasio Antarlaporan: Rasio ini membandingkan angka-angka yang bersumber dari dua laporan berbeda (data campuran), yaitu dari neraca dan laporan laba rugi.

Menurut Harahap (2010, seperti yang dikutip dalam Fitriana, 2024), ada 8 rasio keuangan yang sering kali digunakan, yaitu:

1. Rasio Likuiditas yang digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Sub-rasio yang termasuk dalam kategori ini adalah:
 - *Current Ratio* (Rasio Lancar): Mengukur kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban jangka pendek menggunakan aset lancar.
 - *Quick Ratio* (Rasio Cepat): Menghitung kemampuan perusahaan membayar kewajiban jangka pendek tanpa bergantung pada persediaan.

- *Cash Ratio* (Rasio Kas): Menilai kemampuan perusahaan membayar kewajiban jangka pendek dengan kas atau setara kas yang dimilikinya.
2. Rasio Solvabilitas yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya atau seluruh kewajiban jika terjadi likuidasi. Sub-rasio yang terkait adalah:
- *Debt to Asset Ratio*: Proporsi utang terhadap total aset.
 - *Debt to Equity Ratio*: Proporsi utang terhadap total ekuitas.
 - *Times Interest Earned Ratio* (Rasio Cakupan Bunga): Kemampuan perusahaan dalam membayar bunga atas utangnya.
3. Rasio Rentabilitas/Profitabilitas yang mencerminkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Sub-rasio yang sering digunakan adalah:
- *Net Profit Margin*: Proporsi laba bersih terhadap pendapatan.
 - *Return on Assets (ROA)*: Efisiensi penggunaan aset dalam menghasilkan laba.
 - *Return on Equity (ROE)*: Tingkat pengembalian terhadap ekuitas pemilik perusahaan.
 - *Gross Profit Margin*: Laba kotor dibandingkan pendapatan.
 - *Operating Profit Margin*: Proporsi laba operasional terhadap pendapatan.
4. Rasio Leverage yang digunakan untuk mengukur seberapa besar perusahaan didanai melalui utang atau pihak eksternal. Sub-rasio meliputi:

- *Debt Ratio*: Persentase total utang terhadap total aset.
 - *Equity Multiplier*: Tingkat penggunaan ekuitas dibandingkan total aset.
 - *Debt Coverage Ratio*: Rasio antara kas operasional dan kewajiban utang.
5. Rasio Aktivitas yang digunakan untuk menunjukkan efektivitas aktivitas operasional perusahaan dalam mengelola asetnya. Sub-rasio meliputi:
- *Inventory Turnover Ratio*: Frekuensi perputaran persediaan dalam periode tertentu.
 - *Accounts Receivable Turnover Ratio*: Kecepatan perusahaan menagih piutang dari pelanggan.
 - *Fixed Asset Turnover Ratio*: Efisiensi aset tetap dalam menghasilkan pendapatan.
 - *Total Asset Turnover Ratio*: Efisiensi keseluruhan aset dalam menghasilkan pendapatan.
6. Rasio Pertumbuhan yang menunjukkan pertumbuhan keuangan perusahaan dari waktu ke waktu. Sub-rasio yang termasuk adalah:
- *Sales Growth Ratio*: Persentase kenaikan pendapatan dari tahun sebelumnya.
 - *Earnings Growth Ratio*: Persentase kenaikan laba bersih dari periode sebelumnya.
7. Penilaian Pasar yang menggambarkan posisi perusahaan di pasar modal berdasarkan kinerja dan nilai sahamnya. Sub-rasio meliputi:

- *Price to Earnings Ratio (P/E Ratio)*: Perbandingan harga saham dengan laba per saham.
 - *Market to Book Ratio*: Rasio nilai pasar terhadap nilai buku.
 - *Dividend Yield*: Tingkat pengembalian dividen terhadap harga saham.
 - *Earnings Yield*: Rasio laba terhadap harga saham.
8. Rasio Produktivitas yang digunakan untuk mengukur tingkat efisiensi dan efektivitas kinerja unit bisnis atau kegiatan tertentu. Sub-rasio meliputi:
- *Output to Input Ratio*: Rasio antara hasil yang dicapai dengan sumber daya yang digunakan.
 - *Value Added Ratio*: Nilai tambah yang dihasilkan dibandingkan total input.

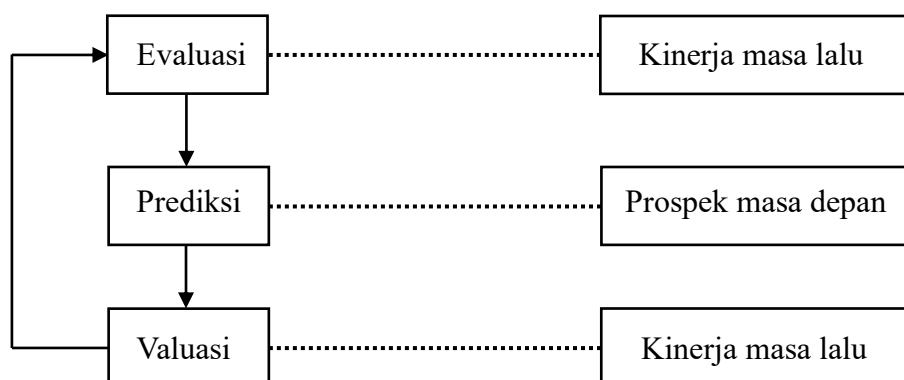
2.1.6 Struktur Modal

Struktur modal merupakan susunan sumber pendanaan yang digunakan perusahaan untuk mendukung operasional dan pembiayaan asetnya, mencakup ekuitas, utang, serta instrumen keuangan lain seperti saham biasa, saham preferen, obligasi, dan pinjaman jangka panjang (Martono & Ramdani, 2024). Struktur modal mencerminkan bagaimana perusahaan mengombinasikan berbagai sumber pendanaan untuk membiayai aset, mengelola kewajiban, serta memastikan kelancaran arus kas yang mendukung operasional dan pertumbuhan bisnis. (Budhiarjo, 2023). Struktur modal yang tepat memungkinkan perusahaan menyeimbangkan risiko dan profitabilitas, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan serta meningkatkan kepercayaan investor dan kreditur. Keputusan

dalam menentukan komposisi utang dan ekuitas harus mempertimbangkan berbagai faktor, seperti tingkat suku bunga, kondisi pasar, serta strategi bisnis jangka panjang. Pengelolaan struktur modal yang efektif juga berperan dalam menjaga stabilitas keuangan dan memastikan ketersediaan dana yang cukup untuk ekspansi serta inovasi bisnis.

2.1.7 Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan adalah gambaran kemampuan perusahaan dalam mengelola dan memanfaatkan sumber daya keuangannya untuk mencapai tujuan bisnis, yang tercermin dalam laporan keuangan, seperti laporan arus kas dan analisis rasio keuangan (Olimsar et al., 2023). Analisis rasio keuangan sering digunakan untuk mengevaluasi kinerja keuangan sebagai alat ukur yang efektif. Rasio keuangan berguna untuk menilai berbagai aspek keuangan perusahaan, seperti profitabilitas, likuiditas, solvabilitas, dan efisiensi operasional. Analisis ini memberikan gambaran menyeluruh tentang kesehatan keuangan perusahaan (Murhadi, 2013).



Gambar 2.1 Proses Analisis Kinerja Keuangan

Gambar di atas menggambarkan langkah-langkah yang sistematis dalam melakukan analisis kinerja keuangan perusahaan. Proses ini dimulai dari evaluasi, dilanjutkan dengan prediksi, dan diakhiri dengan valuasi. Berikut penjelasannya:

1. Evaluasi Kinerja Masa Lalu

Pada tahap ini, dilakukan analisis data keuangan historis perusahaan, seperti laporan laba rugi, neraca, dan laporan arus kas. Evaluasi dilakukan untuk memahami bagaimana perusahaan telah mengelola aspek keuangan seperti profitabilitas, likuiditas, solvabilitas, dan efisiensi operasional. Tahap ini penting untuk memberikan gambaran mendalam mengenai kesehatan keuangan perusahaan berdasarkan data empiris.

2. Prediksi Prospek Masa Depan

Tahap ini bertujuan untuk memperkirakan bagaimana kinerja keuangan perusahaan akan berkembang di masa mendatang berdasarkan hasil evaluasi masa lalu. Prediksi prospek masa depan melibatkan analisis data historis dan faktor-faktor eksternal, seperti kondisi ekonomi, industri, atau kebijakan pemerintah, yang dapat memengaruhi performa perusahaan. Metode yang digunakan dalam prediksi ini bisa berupa analisis kuantitatif seperti proyeksi tren keuangan, model analisis rasio, atau penggunaan perangkat lunak simulasi. Hasil dari prediksi ini membantu memberikan wawasan kepada pemangku kepentingan tentang potensi risiko dan peluang yang dihadapi perusahaan ke depan.

3. Valuasi Kinerja Masa Lalu

Valuasi merupakan proses akhir dalam analisis kinerja keuangan yang berfokus pada penilaian nilai perusahaan secara menyeluruh berdasarkan data keuangan historis. Tahap ini biasanya melibatkan penghitungan rasio keuangan tertentu, seperti rasio profitabilitas, likuiditas, atau solvabilitas, untuk mendapatkan gambaran tentang efisiensi operasional dan kapasitas perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansialnya. Hasil valuasi dapat digunakan untuk memberikan rekomendasi strategis yang relevan bagi perusahaan, seperti perbaikan manajemen keuangan atau pengambilan keputusan investasi.

2.1.8 Biaya Modal

Biaya modal (*cost of capital*) merupakan biaya riil yang harus ditanggung perusahaan untuk mendapatkan sumber pendanaan, baik yang berasal dari utang, saham preferen, saham biasa, maupun laba ditahan, yang digunakan untuk membiayai investasi atau menjalankan operasional Perusahaan (Budhiarjo, 2023). Konsep ini memiliki kaitan erat dengan pemahaman tentang tingkat keuntungan yang diharapkan (*required rate of return*). Tingkat keuntungan ini dapat dilihat dari dua perspektif, yaitu sudut pandang investor dan perusahaan. Bagi investor, tinggi rendahnya *required rate of return* mencerminkan tingkat keuntungan (*rate of return*) yang sesuai dengan tingkat risiko dari aset yang dimiliki. Sementara itu, bagi perusahaan yang membutuhkan dana, besaran *required rate of return* diartikan sebagai biaya modal (*cost of capital*) yang harus dikeluarkan untuk memperoleh modal tersebut. Biaya modal umumnya digunakan sebagai tolok ukur dalam menentukan apakah sebuah proposal investasi diterima atau ditolak (sebagai

discount rate), dengan cara membandingkan tingkat keuntungan (*rate of return*) dari investasi yang diusulkan dengan biaya modal yang ditanggung.

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu pertama yang dilakukan oleh Bala et al. (2024) tentang “*Weighted Average Cost of Capital, Capital Structure and Financial Performance: Evidence from Listed Consumer Goods in Nigeria*” menunjukkan bahwa biaya modal berperan sebagai mediator dalam hubungan antara struktur modal dan kinerja keuangan perusahaan. Struktur modal, yang diukur dengan rasio utang dan rasio ekuitas, terbukti berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan *ROA*. Biaya modal memiliki efek mediasi yang signifikan dalam hubungan tersebut, memperkuat temuan bahwa struktur pendanaan perusahaan memengaruhi profitabilitas melalui mekanisme biaya modal. Ukuran perusahaan berkontribusi positif terhadap kinerja keuangan, menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki stabilitas keuangan yang lebih baik. Penelitian merekomendasikan komposisi struktur modal yang seimbang antara utang dan ekuitas untuk mendukung kinerja keuangan yang optimal.

Penelitian terdahulu kedua yang dilakukan oleh Ad’hani et al. (2024) tentang “Pengaruh Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan” menemukan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan pada perusahaan pertambangan sub sektor batu bara di BEI periode 2019-2022. Peningkatan rasio utang (DER) menurunkan profitabilitas perusahaan akibat beban bunga yang semakin besar. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Perusahaan dengan skala lebih

besar memiliki pengelolaan yang lebih efisien dan akses pendanaan yang lebih stabil, sehingga cenderung menunjukkan kinerja keuangan yang lebih baik.

Penelitian terdahulu ketiga yang dilakukan oleh Jacob & Ajina (2020) tentang “*Capital Structure and Financial Performance of Pharmaceutical Companies in Indian Stock Exchange*” menunjukkan bahwa struktur modal tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Saham India. Temuan ini mengindikasikan bahwa perubahan dalam komposisi utang dan ekuitas tidak selalu berdampak langsung pada profitabilitas, mendukung teori Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan. Faktor lain, seperti efisiensi operasional dan strategi manajemen keuangan, lebih berperan dalam menentukan kinerja keuangan.

Penelitian terdahulu keempat yang dilakukan oleh Peace & Onyenania (2025) tentang “*Capital Structure's Impact on Financial Performance in A Selected Bank in Nigeria*” menemukan bahwa hubungan antara struktur modal dan kinerja keuangan bersifat kompleks, terutama dalam sektor perbankan di Nigeria. *Debt to Equity Ratio* (DER) memiliki korelasi lemah terhadap laba bruto dan laba bersih, namun berpengaruh terhadap *Return on Assets (ROA)* dan *Return on Capital Employed (ROCE)*. Hasil ini menunjukkan bahwa sektor industri memainkan peran penting dalam menentukan bagaimana struktur modal memengaruhi kinerja keuangan. Secara umum, kedua penelitian ini menegaskan bahwa hubungan antara struktur modal dan kinerja keuangan tidak bersifat mutlak, melainkan dipengaruhi

oleh karakteristik industri dan strategi pengelolaan keuangan yang diterapkan perusahaan.

Penelitian terdahulu kelima yang dilakukan oleh Lusia & Effriyanti (2024) tentang “Pengaruh Penerapan *Green Accounting*, Kinerja Lingkungan dan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan” menunjukkan bahwa *Green Accounting* dan Struktur Modal berpengaruh terhadap kinerja keuangan, sedangkan kinerja lingkungan tidak memiliki pengaruh signifikan. *Green Accounting* membantu perusahaan dalam mengelola dampak lingkungan, mengurangi biaya operasional, dan meningkatkan daya tarik bagi investor. Struktur modal yang seimbang antara utang dan ekuitas berperan dalam mengoptimalkan kinerja keuangan dengan meminimalkan biaya modal dan mengelola risiko keuangan. Secara simultan, *Green Accounting*, kinerja lingkungan, dan struktur modal berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan di sektor *Basic Materials* yang terdaftar di BEI pada 2019-2023.

Penelitian keenam yang dilakukan oleh Wijaya et al. (2025) tentang “Pengaruh *Current Ratio* Dan *Debt To Equity Ratio* Terhadap *Return On Equity* Pada PT Arwana Citramulia Tbk Periode 2012 – 2021” menunjukkan bahwa bahwa *Current Ratio* (*CR*) tidak berpengaruh signifikan terhadap *Return on Equity* (*ROE*), sementara *Debt to Equity Ratio* (*DER*) memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *ROE*. Peningkatan utang dibandingkan ekuitas cenderung menurunkan profitabilitas pemegang saham. Namun, ketika *CR* dan *DER* dianalisis secara simultan, keduanya berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap *ROE*, yang

menunjukkan bahwa kombinasi antara likuiditas dan struktur modal dapat berkontribusi terhadap peningkatan profitabilitas pemegang saham.

Penelitian ketujuh yang dilakukan oleh Momčilović et al. (2021) tentang *“Research of the relationship between the weighted average cost of capital and selected profitability ratios of companies in the Republic of Serbia”* menunjukkan bahwa rata-rata WACC perusahaan non-keuangan dalam indeks BSE Belex 15 berada pada tingkat menengah, dengan AERO memiliki nilai tertinggi dan ALFA yang terendah. Mayoritas komponen WACC berasal dari *cost of equity*, yang umumnya lebih mahal dibanding *cost of debt*. Perusahaan yang memanfaatkan proporsi utang jangka panjang cenderung memiliki WACC yang lebih rendah karena biaya utangnya relatif kecil. Hubungan antara WACC dan rasio profitabilitas seperti ROA dan ROE ditemukan negatif namun sangat lemah, tidak sesuai dengan ekspektasi awal. Korelasi negatif yang kuat dan signifikan hanya terlihat antara WACC dan NPM. Beberapa perusahaan mampu mencapai tingkat profitabilitas tinggi meskipun menggunakan sumber dana dengan biaya tinggi. Struktur modal berperan penting dalam menentukan efisiensi biaya modal. Ukuran sampel yang kecil dan terbatas pada saham paling likuid menjadi keterbatasan yang perlu diperhatikan dalam interpretasi hasil, sehingga dibutuhkan penelitian lanjutan dengan cakupan yang lebih luas.

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

No	Pengarang, Tahun, dan Judul Penelitian	Subjek Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
----	---	----------------------	------------------------	------------------

1.	(Bala et al., 2024) “ <i>Weighted Average Cost of Capital, Capital Structure and Financial Performance: Evidence from Listed Consumer Goods in Nigeria</i> ”	Perusahaan barang konsumsi yang terdaftar di Nigeria	<p>Dependen:</p> <ul style="list-style-type: none"> – <i>Return on Assets (ROA)</i> <p>Independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> – <i>Debt Ratio (DR)</i> – <i>Equity Ratio (ER)</i> – <i>Debt to Equity Ratio (DER)</i> <p>Mediasi:</p> <ul style="list-style-type: none"> – <i>Weighted Average Cost of Capital (WACC)</i> <p>Kontrol:</p> <ul style="list-style-type: none"> – Ukuran Perusahaan 	<ul style="list-style-type: none"> – Rasio utang memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan <i>ROA</i>. Peningkatan rasio utang sebesar 1% menurunkan <i>ROA</i> sebesar 37%, menunjukkan bahwa semakin tinggi penggunaan utang, semakin rendah profitabilitas perusahaan akibat meningkatnya beban bunga. – Biaya modal berperan sebagai mediator dalam hubungan antara rasio utang dan <i>ROA</i>. Peningkatan biaya utang menyebabkan penurunan <i>ROA</i> secara signifikan, menandakan bahwa
----	---	--	--	--

				<p>biaya modal memperburuk dampak negatif rasio utang terhadap kinerja keuangan.</p> <ul style="list-style-type: none"> – Rasio ekuitas memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap <i>ROA</i>. Perubahan dalam rasio ekuitas tidak secara langsung memengaruhi profitabilitas perusahaan secara signifikan. – Biaya modal juga memediasi hubungan antara rasio ekuitas dan <i>ROA</i>. Efek mediasi WACC dalam hubungan ini signifikan, menunjukkan bahwa biaya modal dapat memengaruhi dampak rasio
--	--	--	--	--

				<p>ekuitas terhadap profitabilitas perusahaan.</p> <p>– Rasio utang terhadap ekuitas tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap <i>ROA</i>. Hubungan antara keseimbangan utang dan ekuitas dalam struktur modal dengan profitabilitas perusahaan tidak ditemukan secara signifikan dalam penelitian ini.</p> <p>– Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap <i>ROA</i>. Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar cenderung memiliki stabilitas keuangan lebih baik dan kinerja yang lebih optimal.</p>
--	--	--	--	--

2.	(Ad'hani et al., 2024) “Pengaruh Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan”	Perusahaan pertambangan sub batu bara yang listing di BEI	Dependen: – <i>Return on Assets (ROA)</i> Independen: – <i>Debt to Equity Ratio (DER)</i> Kontrol: – Ukuran Perusahaan	– Rasio Struktur modal berpengaruh negatif terhadap kinerja keuangan. Peningkatan <i>Debt to Equity Ratio (DER)</i> menunjukkan tingginya penggunaan utang, yang berdampak pada penurunan profitabilitas perusahaan akibat meningkatnya beban bunga dan risiko keuangan. – Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kinerja keuangan. Perusahaan dengan aset yang lebih besar cenderung memiliki kinerja keuangan yang lebih baik, karena skala bisnis yang besar memungkinkan
----	---	---	--	---

				<p>pengelolaan keuangan yang lebih efisien dan akses pendanaan yang lebih mudah. Ukuran perusahaan yang besar sering kali menjadi indikator stabilitas dan keberlanjutan bisnis.</p>
3.	<p>(Jacob & Ajina, 2020)</p> <p>“<i>Capital Structure and Financial Performance of Pharmaceutical Companies in Indian Stock Exchange</i>”</p>	<p>Perusahaan Farmasi di Bursa Efek India</p>	<p>Dependen:</p> <ul style="list-style-type: none"> – <i>Return on Equity (ROE)</i> <p>Independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> – <i>Debt to Equity Ratio (DER)</i> 	<p>Struktur modal tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan. Hasil ini menunjukkan bahwa <i>Debt to Equity Ratio (DER)</i> tidak berkorelasi dengan <i>Return on Equity (ROE)</i> dalam sampel perusahaan yang diteliti. Hasil regresi mendukung teori Modigliani dan Miller (1963) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak memengaruhi</p>

				profitabilitas perusahaan dalam kondisi pasar yang efisien.
4.	(Peace & Onyenania, 2025) “ <i>Capital Structure's Impact on Financial Performance in A Selected Bank in Nigeria</i> ”	Bank di Nigeria	Dependen: <ul style="list-style-type: none"> – <i>Gross Profit (GP)</i> – <i>Net Profit (NP)</i> – <i>Operating Profit (OP)</i> – <i>Return on Assets (ROA)</i> – <i>Return on Capital Employed (ROCE)</i> – <i>Return on Equity (ROE)</i> Independen: <ul style="list-style-type: none"> – <i>Debt to Equity Ratio (DER)</i> 	<ul style="list-style-type: none"> – Struktur modal (<i>DER</i>) berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan bank di Nigeria. Komposisi modal yang digunakan oleh bank memengaruhi profitabilitas secara keseluruhan, di mana perubahan dalam rasio utang terhadap ekuitas dapat berdampak pada kemampuan perusahaan dalam mengelola keuangan dan operasionalnya. – Laba kotor (<i>GP</i>) dan laba bersih (<i>NP</i>) memiliki hubungan moderat dengan struktur modal (<i>DER</i>).

				<p>Peningkatan atau penurunan dalam struktur modal dapat memengaruhi profitabilitas perusahaan, tetapi dampaknya tidak terlalu besar dibandingkan dengan variabel lainnya.</p> <ul style="list-style-type: none"> – Laba operasional (<i>OP</i>) sangat dipengaruhi oleh struktur modal (<i>DER</i>). Ketidakseimbangan dalam komposisi modal dapat membatasi kapasitas pinjaman bank dari lembaga keuangan, yang akhirnya berdampak pada profitabilitas operasional. – Return on capital employed (<i>ROCE</i>) dan return on assets
--	--	--	--	---

				<p>(<i>ROA</i>) memiliki hubungan kuat dengan struktur modal (<i>DER</i>). Peningkatan atau penurunan dalam penggunaan utang dan ekuitas secara langsung memengaruhi efektivitas pemanfaatan modal dan aset yang dimiliki perusahaan.</p> <p>– Return on equity (<i>ROE</i>) menunjukkan hubungan yang lebih rendah dibandingkan dengan <i>ROA</i> dan <i>ROCE</i>. Struktur modal (<i>DER</i>) tidak terlalu berdampak signifikan terhadap tingkat pengembalian ekuitas pemegang saham, yang</p>
--	--	--	--	---

				<p>menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan lebih dipengaruhi oleh faktor lain di luar struktur modal.</p> <p>– Kesimpulan penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan perlu menjaga keseimbangan dalam struktur modal untuk meminimalkan biaya keuangan dan mengoptimalkan profitabilitas. Penggunaan utang yang berlebihan dapat membatasi kapasitas pinjaman dan mengurangi fleksibilitas keuangan, sehingga kebijakan struktur modal yang stabil direkomendasikan untuk meningkatkan</p>
--	--	--	--	---

				kinerja keuangan jangka Panjang.
5.	(Lusia & Effriyanti, 2024) “ <i>Capital Structure's Impact on Financial Performance in A Selected Bank in Nigeria</i> ”	Perusahaan sektor <i>Basic Materials</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia	Dependen: <ul style="list-style-type: none"> – <i>Return on Assets (ROA)</i> Independen: <ul style="list-style-type: none"> – <i>Green Accounting</i> – Kinerja Lingkungan – <i>Debt to Equity Ratio (DER)</i> 	<ul style="list-style-type: none"> – <i>Green Accounting</i> berpengaruh positif terhadap kinerja keuangan <i>ROA</i>. Penerapan <i>green accounting</i> membantu perusahaan dalam pengambilan keputusan yang lebih baik terkait biaya lingkungan dan efisiensi operasional, yang berdampak pada peningkatan profitabilitas serta menarik minat investor. – Kinerja lingkungan tidak berpengaruh terhadap <i>ROA</i>. Perusahaan yang kurang transparan dalam mengungkapkan dampak lingkungan atau tidak

				<p>mengoptimalkan efisiensi operasional dari aspek lingkungan cenderung tidak mengalami perubahan signifikan dalam profitabilitasnya.</p> <p>– <i>DER</i> memiliki pengaruh terhadap <i>ROA</i>. Komposisi modal yang seimbang antara modal sendiri dan utang dapat meningkatkan laba serta meminimalkan biaya modal, sehingga membantu perusahaan mengoptimalkan profitabilitas dan menarik kepercayaan investor.</p> <p>– <i>Green Accounting</i>, kinerja lingkungan,</p>
--	--	--	--	--

				<p>dan <i>DER</i> secara simultan berpengaruh terhadap <i>ROA</i>. Kombinasi faktor lingkungan dan struktur keuangan yang dikelola dengan baik dapat meningkatkan efisiensi operasional serta profitabilitas perusahaan secara keseluruhan.</p>
6.	<p>(Wijaya et al., 2025) “Pengaruh <i>Current Ratio</i> Dan <i>Debt To Equity Ratio</i> Terhadap <i>Return On Equity</i> Pada PT Arwana Citramulia Tbk Periode 2012 – 2021”</p>	<p>PT. Arwana Citramulia Tbk</p>	<p>Dependen:</p> <ul style="list-style-type: none"> – <i>Return on Equity (ROE)</i> <p>Independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> – <i>Current Ratio (CR)</i> – <i>Debt to Equity Ratio (DER)</i> 	<p>– Pengaruh <i>Current Ratio (CR)</i> terhadap <i>Return on Equity (ROE)</i> <i>CR</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>ROE</i>. Hasil analisis menunjukkan bahwa tingkat likuiditas perusahaan tidak memiliki hubungan yang kuat terhadap</p>

				<p>profitabilitas pemegang saham.</p> <p>– Pengaruh <i>Debt to Equity Ratio (DER)</i> terhadap <i>Return on Equity (ROE)</i> <i>DER</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>ROE</i>. Peningkatan utang dibandingkan ekuitas cenderung menurunkan profitabilitas pemegang saham.</p> <p>– Pengaruh <i>Current Ratio (CR)</i> dan <i>Debt to Equity Ratio (DER)</i> terhadap <i>Return on Equity (ROE)</i> secara simultan <i>CR</i> dan <i>DER</i> secara simultan berpengaruh signifikan terhadap <i>ROE</i> dengan arah positif. Kombinasi antara likuiditas dan struktur modal</p>
--	--	--	--	---

				berkontribusi terhadap peningkatan profitabilitas pemegang saham.
7.	(Momčilović et al., 2021) “ <i>Research of the relationship between the weighted average cost of capital and selected profitability ratios of companies in the Republic of Serbia</i> ”	Seluruh perusahaan non-keuangan yang tergabung dalam indeks Belex15	Dependen: <ul style="list-style-type: none"> – <i>Return on Assets (ROA)</i> – <i>Return on Equity (ROE)</i> – <i>Net Profit Margin (NPM)</i> Independen: <ul style="list-style-type: none"> – <i>Weighted Average Cost of Capital (WACC)</i> 	<ul style="list-style-type: none"> – Pengaruh WACC terhadap ROA, ditemukan hubungan negatif dan sangat lemah. Artinya, ketika WACC naik, ROA cenderung turun, meskipun korelasinya sangat kecil. Peneliti menduga ini terjadi karena beberapa perusahaan tetap bisa memperoleh laba yang baik meskipun biaya modalnya tinggi. – Pengaruh WACC terhadap ROE, ditemukan hubungan negatif dan sangat lemah

				<p>juga. Sama seperti ROA, ini menunjukkan bahwa WACC yang tinggi tidak selalu berarti ROE akan rendah, karena beberapa perusahaan dapat menggunakan modal secara efisien.</p> <p>– Pengaruh WACC terhadap NPM, ditemukan hubungan negatif yang kuat dan signifikan secara statistik. Artinya, semakin tinggi WACC, maka margin laba bersih perusahaan cenderung semakin rendah. Hal ini sesuai dengan ekspektasi awal, karena biaya modal yang tinggi umumnya</p>
--	--	--	--	--

				menggerus margin laba bersih perusahaan.
--	--	--	--	--

2.3 Pengembangan Hipotesis Penelitian

Menurut Hartini et al. (2024), hipotesis merupakan jawaban sementara yang diajukan oleh peneliti untuk menjawab rumusan masalah yang diteliti, yang didasarkan pada kajian riset sebelumnya atau kerangka teoretis. Hipotesis berfungsi sebagai dasar untuk pengujian lebih lanjut, dan hasil pengujian akan menentukan apakah hipotesis diterima atau ditolak. Biasanya, hipotesis terdiri dari dua jenis, yaitu hipotesis alternatif (H-1) yang menunjukkan adanya pengaruh antara variabel bebas dan variabel terikat, dan hipotesis nol (H-0) yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh antara keduanya.

2.3.1 Pengaruh Struktur Modal Terhadap *Return on Assets*

Struktur modal merupakan cara perusahaan membiayai asetnya melalui kombinasi sumber pendanaan, termasuk utang, ekuitas, serta klaim terhadap aset dan arus kas yang dihasilkan (Budhiarjo, 2023). Struktur modal mencerminkan bagaimana perusahaan mendanai operasional dan investasinya dengan memilih kombinasi yang tepat antara utang dan ekuitas. Komposisi struktur modal yang optimal sangat penting karena memengaruhi biaya modal, risiko keuangan, dan tingkat pengembalian bagi pemegang saham. Perusahaan dengan struktur modal yang lebih banyak menggunakan utang dapat memanfaatkan efek *tax shield*, di mana beban bunga yang dibayarkan dapat mengurangi pajak yang harus ditanggung. Dari penelitian (Ad'hani et al., 2024) *debt to equity ratio* berpengaruh

negatif terhadap *return on assets*. Peningkatan rasio utang (*DER*) menunjukkan tingginya penggunaan utang, yang berdampak pada penurunan profitabilitas perusahaan akibat meningkatnya beban bunga dan risiko keuangan.

Dari hasil penelitian tersebut, hipotesis pertama penelitian ini adalah:

H1: Terdapat pengaruh negatif antara struktur modal terhadap *return on assets*

2.3.2 Pengaruh Struktur Modal Terhadap *Return on Equity*

Struktur modal merupakan cara perusahaan membiayai asetnya melalui kombinasi sumber pendanaan, termasuk utang, ekuitas, serta klaim terhadap aset dan arus kas yang dihasilkan (Budhiarjo, 2023). Struktur modal mencerminkan bagaimana perusahaan mendanai operasional dan investasinya dengan memilih kombinasi yang tepat antara utang dan ekuitas. Komposisi struktur modal yang optimal sangat penting karena memengaruhi biaya modal, risiko keuangan, dan tingkat pengembalian bagi pemegang saham. Perusahaan dengan struktur modal yang lebih banyak menggunakan utang dapat memanfaatkan efek *tax shield*, di mana beban bunga yang dibayarkan dapat mengurangi pajak yang harus ditanggung. Penelitian yang dilakukan oleh Wijaya et al. (2025) menunjukkan bahwa *Debt to Equity Ratio (DER)* berpengaruh negatif signifikan terhadap *Return on Equity (ROE)*. Peningkatan proporsi utang dibandingkan ekuitas cenderung menurunkan profitabilitas pemegang saham, yang mengindikasikan bahwa penggunaan utang yang tinggi dapat meningkatkan beban keuangan dan mengurangi tingkat pengembalian ekuitas.

Dari hasil penelitian tersebut, hipotesis kedua penelitian ini adalah:

H2: Terdapat pengaruh negatif antara struktur modal terhadap *Return on Equity*.

2.3.3 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Biaya Modal

Struktur modal merupakan cara perusahaan membiayai asetnya melalui kombinasi sumber pendanaan, termasuk utang, ekuitas, serta klaim terhadap aset dan arus kas yang dihasilkan (Budhiarjo, 2023). Struktur modal mencerminkan bagaimana perusahaan mendanai operasional dan investasinya dengan memilih kombinasi yang tepat antara utang dan ekuitas. Komposisi struktur modal yang optimal sangat penting karena memengaruhi biaya modal, risiko keuangan, dan tingkat pengembalian bagi pemegang saham. Perusahaan dengan struktur modal yang lebih banyak menggunakan utang dapat memanfaatkan efek *tax shield*, di mana beban bunga yang dibayarkan dapat mengurangi pajak yang harus ditanggung. Penelitian yang dilakukan oleh (Bala et al., 2024) menunjukkan bahwa *Debt to Equity Ratio (DER)* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*. Peningkatan *DER* menyebabkan peningkatan biaya modal, yang pada akhirnya berdampak negatif pada kinerja keuangan perusahaan. Biaya modal yang lebih tinggi meningkatkan risiko keuangan, sehingga perusahaan menghadapi beban keuangan yang lebih besar dalam memperoleh pendanaan.

Dari hasil penelitian tersebut, hipotesis ketiga penelitian ini adalah:

H3: Terdapat pengaruh negatif antara struktur modal terhadap Biaya Modal.

2.3.4 Mediasi Biaya Modal pada Pengaruh Struktur Modal Terhadap *Return on Assets*

Biaya modal (*cost of capital*) merupakan biaya riil yang harus ditanggung perusahaan untuk mendapatkan sumber pendanaan, baik yang berasal dari utang, saham preferen, saham biasa, maupun laba ditahan, yang digunakan untuk membiayai investasi atau menjalankan operasional Perusahaan (Budhiarjo, 2023). Biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost of Capital/WACC*) digunakan untuk mengukur rata-rata biaya yang harus dibayar perusahaan berdasarkan proporsi masing-masing sumber pendanaan. Perusahaan yang memiliki struktur modal dengan porsi utang yang lebih besar cenderung memiliki WACC yang lebih rendah karena bunga utang dapat dikurangkan dari pajak (*tax shield*). Penelitian yang dilakukan oleh Lusia & Effriyanti (2024) menunjukkan hasil bahwa biaya modal (WACC) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *ROA*. Hasil tersebut berbeda dengan studi yang dilakukan oleh Khireta et al. (2014, seperti yang dikutip dalam Lusia & Effriyanti, 2024) dimana biaya modal (WACC) memengaruhi *return on assets (ROA)* perusahaan.

Dari hasil penelitian tersebut, hipotesis keempat penelitian ini adalah:

H4: Biaya modal memediasi pengaruh Struktur Modal terhadap *Return on Assets*.

2.3.5 Mediasi Biaya Modal pada Pengaruh Struktur Modal Terhadap *Return on Equity*

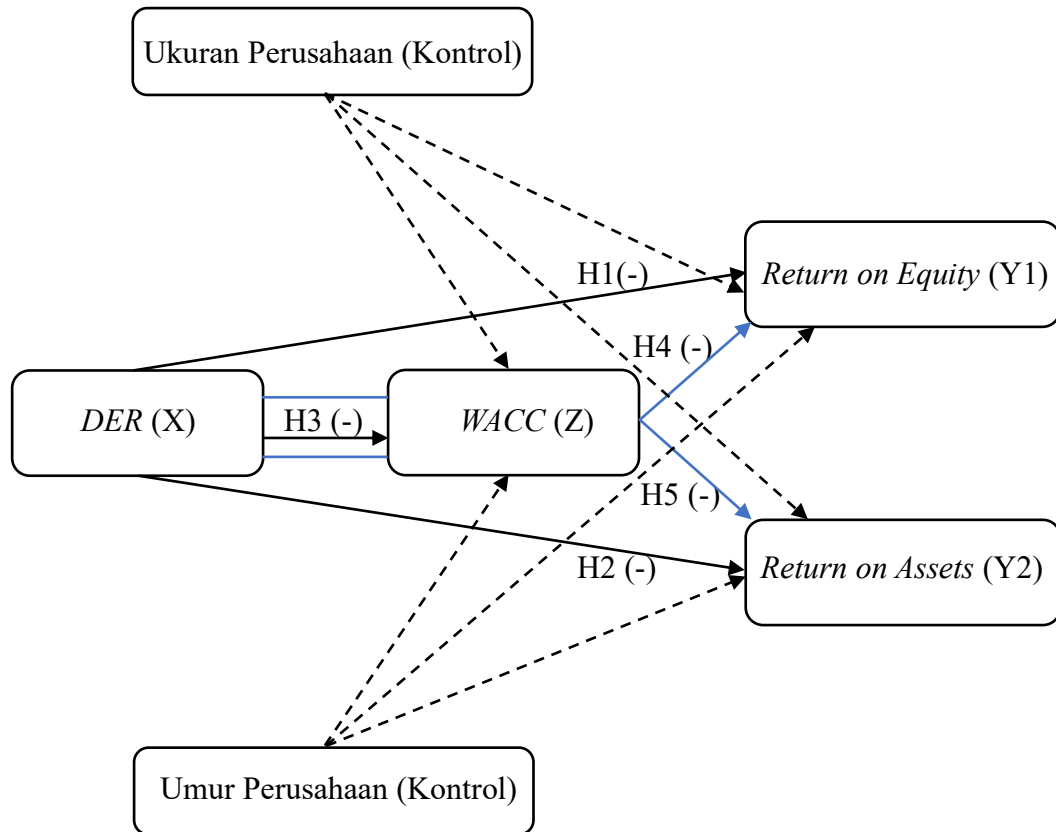
Biaya modal (*cost of capital*) merupakan biaya riil yang harus ditanggung perusahaan untuk mendapatkan sumber pendanaan, baik yang berasal dari utang,

saham preferen, saham biasa, maupun laba ditahan, yang digunakan untuk membiayai investasi atau menjalankan operasional Perusahaan (Budhiarjo, 2023). Biaya modal rata-rata tertimbang (Weighted Average Cost of Capital/WACC) digunakan untuk mengukur rata-rata biaya yang harus dibayar perusahaan berdasarkan proporsi masing-masing sumber pendanaan. Perusahaan yang memiliki struktur modal dengan porsi utang yang lebih besar cenderung memiliki WACC yang lebih rendah karena bunga utang dapat dikurangkan dari pajak (*tax shield*). Dari penelitian yang dilakukan oleh Momčilović et al. (2021) menunjukkan bahwa rata-rata WACC perusahaan non-keuangan dalam indeks Belex15 berada pada tingkat menengah, dengan kontribusi terbesar berasal dari cost of equity. WACC tertinggi dimiliki oleh AERO dan terendah oleh ALFA. Hubungan antara WACC dan ROA serta ROE bersifat negatif namun sangat lemah. Korelasi negatif yang kuat dan signifikan hanya ditemukan antara WACC dan NPM. Struktur modal memengaruhi efisiensi biaya modal, sementara ukuran sampel yang kecil menjadi keterbatasan dalam generalisasi hasil. Temuan ini mengindikasikan bahwa pemilihan sumber pendanaan yang tepat, khususnya peningkatan proporsi utang jangka panjang, dapat menjadi strategi efektif untuk menurunkan WACC dan meningkatkan efisiensi keuangan perusahaan.

Dari hasil penelitian tersebut, hipotesis kelima penelitian ini adalah:

H5: Biaya modal memediasi pengaruh Struktur Modal terhadap *Return on Equity*.

2.4 Kerangka Penelitian



Gambar 2.2 Kerangka Penelitian

Keterangan:

—→ : Pengaruh langsung

—→ : Pengaruh tidak langsung

H1 : Pengaruh langsung Struktur Modal terhadap ROA

H2 : Pengaruh langsung Struktur Modal terhadap ROE

H3 : Pengaruh langsung Struktur Modal terhadap Biaya Modal

H4 : Biaya modal memediasi pengaruh Struktur Modal terhadap ROA

H5 : Biaya modal memediasi pengaruh Struktur Modal terhadap ROE

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Penentuan Sampel

Populasi adalah kumpulan objek atau subjek yang memiliki karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti sebagai wilayah generalisasi untuk dipelajari dan diambil kesimpulannya (Sugiyono, 2022). Pemilihan populasi berupa laporan keuangan tahunan perusahaan sektor kesehatan di Kawasan ASEAN periode 2017–2023 didasarkan pada peran strategis sektor kesehatan yang meningkat setelah pandemi. Sektor ini menjadi sorotan dalam penilaian kinerja keuangan dan pengambilan keputusan investasi. Kawasan ASEAN dipilih karena terdiri dari beberapa negara berkembang dan negara maju dengan pertumbuhan ekonomi yang tinggi. Karakteristik regulasi yang relatif seragam serta integrasi pasar menjadikan data antar negara lebih sebanding dan relevan untuk dianalisis dalam periode tersebut. Periode 2017–2023 dipilih karena mencakup kondisi sebelum, saat, dan setelah pandemi COVID-19. Rentang waktu tersebut memungkinkan peneliti untuk mengamati perubahan struktural dan dampak pandemi terhadap kinerja keuangan perusahaan sektor kesehatan. Periode ini juga memberikan data yang cukup panjang untuk analisis tren serta perbandingan antar tahun yang lebih komprehensif. Ketersediaan data laporan keuangan tahunan selama periode tersebut dinilai memadai dan dapat diakses secara konsisten. Penelitian ini menerapkan *non-probability sampling* melalui teknik *purposive sampling*, di mana pemilihan sampel dilakukan berdasarkan pertimbangan peneliti untuk memperoleh sampel yang

sesuai dengan tujuan penelitian, tanpa memberikan peluang yang sama bagi setiap elemen untuk terpilih sebagai sampel. Kriteria pemilihan sampel penelitian adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan sektor kesehatan yang terdaftar di kawasan ASEAN selama periode 2017–2023.
- b. Tersedianya data keuangan yang lengkap sesuai dengan kebutuhan penelitian selama periode 2017–2023.

3.2 Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data

3.2.1 Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif yang memanfaatkan data sekunder. Data sekunder merupakan informasi yang sudah ada sebelumnya dan diperoleh melalui sumber tidak langsung atau pihak kedua, seperti arsip tertulis dari lembaga pemerintah atau bahan pustaka di perpustakaan (Purwanza et al., 2022). Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini diperoleh dari basis data OSIRIS, yaitu database keuangan internasional yang menyediakan informasi lengkap mengenai laporan keuangan, rasio keuangan, struktur kepemilikan, dan indikator pasar dari perusahaan publik di seluruh dunia. OSIRIS dipilih karena mampu memberikan data standar internasional yang telah disesuaikan dan dikonsolidasikan sehingga memudahkan perbandingan antar perusahaan lintas negara. Data yang diambil meliputi laporan keuangan tahunan, rasio profitabilitas, struktur modal, serta informasi pasar saham perusahaan sektor kesehatan di kawasan ASEAN untuk periode 2017–2023. Seluruh data telah melalui proses

penyaringan untuk memastikan kesesuaian dan kelengkapan informasi yang dibutuhkan dalam analisis penelitian.

3.2.2 Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini mengumpulkan data melalui prosedur dokumentasi dan studi kepustakaan. Dokumentasi adalah teknik pengumpulan data yang dilakukan dengan memeriksa catatan atau dokumen yang berisi informasi relevan mengenai topik yang diteliti (Sugiyono, 2022). Dalam hal ini, data sekunder diperoleh dari database OSIRIS, yang mencakup laporan keuangan tahunan, rasio keuangan, struktur modal, serta informasi pasar dari perusahaan sektor kesehatan di kawasan ASEAN. Studi kepustakaan adalah ringkasan tertulis yang berasal dari jurnal, artikel, buku, serta dokumen lainnya, yang memuat penjelasan mengenai informasi masa lalu atau saat ini yang berkaitan dengan topik penelitian (Sugiyono, 2022).

3.3 Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian

3.3.1 Variabel Independen (*Independent Variable*)

Variabel independen adalah variabel yang memengaruhi atau menjadi penyebab terjadinya perubahan pada variabel lain, dan dalam penelitian kuantitatif, variabel ini dianggap sebagai penyebab (sebab) dalam hubungan kausal (Sugiyono, 2022). Faktor yang diteliti adalah *Debt to Equity Ratio*, yang merupakan variabel independen.

3.3.1.1 *Debt to Equity Ratio*

Debt to Equity Ratio (DER) adalah rasio yang membandingkan jumlah kewajiban dengan ekuitas untuk menilai keseimbangan struktur modal perusahaan, di mana rasio yang tinggi dapat mengindikasikan potensi masalah solvabilitas

(Fitriana, 2024). *Debt to Equity Ratio* (DER) sebagai variabel independen mengukur sejauh mana perusahaan membiayai asetnya dengan utang dibandingkan ekuitas. Rasio ini mencerminkan tingkat leverage keuangan perusahaan. Semakin tinggi DER menunjukkan ketergantungan yang lebih besar pada utang, yang dapat meningkatkan risiko keuangan akibat beban bunga dan kewajiban pembayaran utang. DER yang terlalu rendah mengindikasikan perusahaan lebih mengandalkan ekuitas, yang dapat mengurangi risiko keuangan tetapi berpotensi membatasi pertumbuhan akibat biaya modal ekuitas yang lebih tinggi. Analisis DER dalam penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruhnya terhadap biaya modal dan kinerja keuangan, khususnya *Return on Assets* (ROA) dan *Return on Equity* (ROE), guna menentukan keseimbangan struktur modal yang optimal.

Rumus yang digunakan untuk variabel independen adalah sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Ket:

- Total Kewajiban: Semua kewajiban perusahaan, baik jangka pendek maupun jangka panjang.
- Total Ekuitas: Modal yang dimiliki oleh pemegang saham, yaitu selisih antara total aset dan total utang perusahaan.

3.3.2 Variabel Dependen (*Dependent Variable*)

Variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi atau merupakan akibat dari perubahan yang terjadi pada variabel independen, dan dalam penelitian kuantitatif, variabel ini dianggap sebagai hasil atau dampak dari variabel independent (Sugiyono, 2022). Variabel yang diteliti adalah kinerja keuangan (Y)

berfungsi sebagai variabel dependen yang dipengaruhi oleh Struktur Modal (X) sebagai variabel independen.

3.3.2.1 Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan adalah gambaran kemampuan perusahaan dalam mengelola dan memanfaatkan sumber daya keuangannya untuk mencapai tujuan bisnis, yang tercermin dalam laporan keuangan, seperti laporan arus kas dan analisis rasio keuangan (Olimsar et al., 2023). Proses ini melibatkan penggunaan berbagai rasio keuangan yang memberikan gambaran menyeluruh mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, memenuhi kewajiban, serta memanfaatkan aset secara optimal.

Beberapa rasio keuangan yang digunakan sebagai indikator variabel dependen dalam penelitian ini meliputi:

- **Rasio Profitabilitas (*ROA*, *ROE*)**

Rasio ini relevan dengan teori signal karena kinerja profitabilitas yang baik mengirimkan sinyal positif kepada investor dan stakeholder, yang dapat meningkatkan nilai saham serta menarik minat investor. Teori Agensi menggambarkan bagaimana rasio ini mencerminkan seberapa efektif manajemen mengelola sumber daya untuk menciptakan laba sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Rasio profitabilitas dapat dihitung melalui format berikut:

- *Return on Assets*

Return on Assets (ROA) adalah rasio yang mengukur efektivitas manajemen dalam mengelola investasi dengan menilai produktivitas

seluruh dana perusahaan terhadap hasil pengembalian investasi, termasuk modal pinjaman dan modal sendiri (Fitriana, 2024). Rumus yang digunakan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

Ket:

- Laba Bersih: Pendapatan setelah dikurangi semua biaya termasuk pajak.
- Total Aset: Jumlah keseluruhan aset yang dimiliki perusahaan.

○ *Return on Equity*

Return on Equity (ROE) adalah rasio yang mengukur efisiensi penggunaan modal sendiri dengan membandingkan laba bersih setelah pajak terhadap modal sendiri, di mana semakin tinggi rasio ini menunjukkan kinerja yang lebih baik (Fitriana, 2024). Rumus yang digunakan sebagai berikut:

$$ROE = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

Ket:

- Laba Bersih: Pendapatan setelah dikurangi biaya.
- Ekuitas Pemegang Saham: Modal yang dimiliki oleh pemegang saham (aset dikurangi kewajiban).

3.3.3 Variabel Mediasi

Variabel mediasi adalah variabel yang terlibat dalam mengubah atau memediasi pengaruh antara variabel independen dan dependen, menciptakan hubungan yang tidak langsung di antara keduanya (Purwanza et al., 2022). Menurut Baron & Kenny (1986, seperti yang dikutip dalam Ghozali, 2021), variabel mediasi adalah variabel yang mempengaruhi hubungan antara variabel independen (prediktor) dan variabel dependen (kriteria), dengan cara menjadi penghubung yang menjelaskan bagaimana atau mengapa variabel independen dapat mempengaruhi variabel dependen.

3.3.3.1 Biaya Modal

Biaya modal adalah beban yang harus ditanggung perusahaan akibat penggunaan dana untuk investasi dan merupakan tingkat pengembalian minimum yang wajib dicapai agar terhindar dari kerugian (Suleman et al., 2019). Sebagai variabel mediasi, biaya modal akan memengaruhi hubungan antara struktur modal dan kinerja keuangan perusahaan. Struktur modal berbasis utang dapat menurunkan biaya modal melalui manfaat pajak bunga, tetapi meningkatkan risiko keuangan jika proporsinya terlalu tinggi. Sebaliknya, dominasi ekuitas mengurangi risiko gagal bayar, namun memiliki biaya modal yang lebih besar. Efisiensi dalam pengelolaan biaya modal menjadi kunci dalam meningkatkan profitabilitas dan menjaga stabilitas keuangan perusahaan.

$$WACC = (D \cdot r_d) \cdot (1 - Tax) + (E \cdot r_e)$$

Ket:

- *WACC*: Biaya modal rata-rata tertimbang;

- D : Nilai Utang (Total Utang / (Total Utang dan Ekuitas));
- r_d : Biaya Utang Sebelum Pajak ((Beban Bunga / Total Utang) x 100%);
- Tax : Tingkat Pajak ((Beban Pajak / Laba Bersih Sebelum Pajak) x 100%);
- E : Tingkat Modal (Total Ekuitas / Total Utang dan Ekuitas);
- r_e : Biaya ekuitas (Laba Setelah Pajak / Total Ekuitas)

3.3.4 Variabel Kontrol

Penelitian ini menggunakan dua variabel kontrol, yaitu ukuran perusahaan dan umur perusahaan. Kedua faktor tersebut dapat memengaruhi *ROA* dan *ROE*, sehingga perlu dikendalikan agar analisis lebih akurat.

3.3.4.1 Ukuran Perusahaan

Menurut Eva (2021, yang dikutip dalam Ad'hani et al., 2024), kinerja keuangan dipengaruhi oleh struktur modal, ukuran perusahaan, dan total asset turnover, di mana ketiga faktor tersebut berperan dalam menentukan efisiensi penggunaan aset serta strategi pendanaan yang optimal bagi perusahaan. Kinerja keuangan perusahaan sangat dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, karena semakin besar skala atau ukuran perusahaan, semakin besar pula peluang dalam memperoleh sumber pendanaan baik dari internal maupun eksternal, serta lebih menarik bagi investor dan mendorong pertumbuhan perusahaan (Ad'hani et al., 2024). Berikut rumus ukuran perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini:

$$Firm\ Size = Ln(Total\ Aset)$$

Ket:

- *Firm Size*: Ukuran Perusahaan;
- *Ln*: Log Natural;

- Total Aset: Seluruh aset yang dimiliki perusahaan dalam satu periode laporan keuangan.

3.3.4.2 Umur Perusahaan

Umur perusahaan menggambarkan durasi operasional sejak pendiriannya, yang mempengaruhi tingkat kedewasaan, pengalaman, serta kemampuannya dalam mengatasi tantangan bisnis dan mengelola risiko (Asiah et al., 2024). Dalam penelitian ini, usia perusahaan dapat mempengaruhi struktur modal yang diterapkan. Perusahaan yang lebih tua cenderung memiliki lebih banyak pengalaman dalam mengelola utang dan ekuitas, yang dapat mempengaruhi keputusan tentang bagaimana mereka mendanai operasi mereka. Struktur modal yang optimal akan mempengaruhi biaya modal, yang selanjutnya dapat mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Sebagai contoh, perusahaan dengan struktur modal yang lebih efisien mungkin dapat memperoleh biaya modal yang lebih rendah, yang berkontribusi pada peningkatan profitabilitas dan stabilitas keuangan. Oleh karena itu, usia perusahaan berperan penting dalam menentukan strategi pendanaan yang digunakan, yang kemudian mempengaruhi kinerja keuangan melalui biaya modal sebagai variabel mediator dalam penelitian ini. Berikut rumus umur perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini:

$$\text{Company Age} = \text{Tahun penutupan buku} - \text{Tahun Pendirian perusahaan}$$

Ket:

- Tahun penutupan buku: Merupakan tahun di mana laporan keuangan perusahaan disusun atau ditutup. Ini merujuk pada akhir tahun fiskal atau laporan tahunan perusahaan.;

- Tahun pendirian perusahaan: Merupakan tahun di mana perusahaan didirikan atau mulai beroperasi.

3.4 Analisis Data

3.4.1 Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif adalah metode yang digunakan untuk memberikan gambaran menyeluruh dan jelas terhadap situasi sosial yang diteliti, dengan cara mengumpulkan, memilih, dan menganalisis data penting yang relevan, serta menemukan pola hubungan antar aspek atau peristiwa dalam penelitian (Sugiyono, 2022). Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan ringkasan atau gambaran umum tentang data, seperti rata-rata (mean), standar deviasi, varians, serta nilai maksimum dan minimum. Teknik ini bertujuan untuk menggambarkan karakteristik dasar dari data yang berkaitan dengan struktur modal, biaya modal, dan kinerja keuangan perusahaan. Statistik deskriptif menyajikan informasi awal mengenai distribusi dan kecenderungan data, yang akan digunakan sebagai dasar sebelum melakukan analisis lebih lanjut dengan teknik *Path Analysis*.

3.4.2 Uji Estimasi Model Data Panel

Pemilihan model regresi data panel yang sesuai dapat dilakukan melalui beberapa jenis pengujian, seperti uji *Chow*, uji *Hausman*, serta uji *Lagrange Multiplier*. Tidak semua model dapat diterapkan secara umum karena karakteristik tiap perusahaan dipengaruhi oleh faktor internal maupun eksternal yang berbeda. Pengujian perlu dilakukan guna menentukan model regresi panel yang paling sesuai dengan karakteristik data yang digunakan (Napitupulu et al., 2021). Berikut jenis-jenis pengujiannya, antara lain:

3.4.2.1 Uji *Chow*

Uji *Chow* digunakan untuk menentukan apakah model *Common Effect* atau *Fixed Effect* lebih sesuai dalam regresi data panel. Pengujian dilakukan dengan menambahkan variabel dummy dan menggunakan uji F untuk melihat apakah intersep antar entitas berbeda (Napitupulu et al., 2021). Hipotesis yang digunakan dalam pengujian ini, yaitu:

H_0 : *Common Effect Model* (CEM) prob. $> 0,05$

H_1 : *Fixed Effect Model* (FEM) prob. $< 0,05$

Interpretasi:

1. Jika nilai probabilitas *Cross Section Chi-Square* lebih dari 0,05, maka H_0 diterima dan H_1 ditolak, sehingga model *Common Effect* dinyatakan paling tepat. Namun, jika nilai probabilitasnya kurang dari 0,05, maka H_0 ditolak dan H_1 diterima, sehingga *Fixed Effect Model* dianggap lebih sesuai.
2. Ketika model *Common Effect* yang terpilih, langkah selanjutnya adalah melakukan uji *Lagrange Multiplier* (LM). Sebaliknya, jika *Fixed Effect Model* yang dipilih, maka perlu dilakukan uji lanjutan menggunakan Hausman Test.

3.4.2.2 Uji *Hausman*

Uji Hausman digunakan untuk menentukan apakah model *Fixed Effect* atau *Random Effect* lebih sesuai. Pengujian ini didasarkan pada perbandingan efisiensi estimasi antara LSDV (*Fixed Effect*) dan GLS (*Random Effect*). Statistik uji mengikuti distribusi *Chi-Square* dengan derajat bebas sebesar jumlah variabel independen. Hipotesis nol menyatakan bahwa model *Random Effect* lebih tepat,

sedangkan hipotesis alternatif menyatakan *Fixed Effect* yang lebih sesuai (Napitupulu et al., 2021). Hipotesis yang digunakan dalam pengujian ini, yaitu:

H_0 : *Random Effect Model* (REM) prob. $> 0,05$

H_1 : *Fixed Effect Model* (FEM) prob. $< 0,05$

Interpretasi:

1. Nilai probabilitas *Cross Section Chi-Square* yang melebihi 0,05 menunjukkan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak, sehingga model *Random Effect* dianggap paling tepat. Nilai probabilitas yang berada di bawah 0,05 menandakan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima, sehingga model *Fixed Effect* yang digunakan.
2. Pemilihan model *Fixed Effect* tidak memerlukan pengujian lanjutan seperti uji *Lagrange Multiplier* (LM). Pemilihan model *Random Effect* perlu dilanjutkan dengan uji *Lagrange Multiplier* (LM) untuk memastikan kecocokan model.

3.4.2.3 Uji *Lagrange Multiplier*

Uji *Lagrange Multiplier* digunakan untuk menilai apakah model *Random Effect* lebih tepat dibandingkan *Common Effect* dalam regresi data panel, dengan dasar evaluasi pada nilai residual dan distribusi *Chi-Square* (Napitupulu et al., 2021). Hipotesis yang digunakan dalam pengujian ini, yaitu:

H_0 : *Common Effect Model* (CEM) prob. $> 0,05$

H_1 : *Random Effect Model* (REM) prob. $< 0,05$

Penafsiran hasil Uji *Lagrange Multiplier* menunjukkan bahwa ketika nilai probabilitas melebihi 0,05, maka H_0 diterima dan H_1 ditolak, sehingga model

Common Effect yang digunakan. Nilai probabilitas di bawah 0,05 mengindikasikan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima, sehingga model yang sesuai adalah *Random Effect*.

3.4.3 Model Regresi Data Panel

Regresi data panel, sebagaimana dijelaskan oleh Gujarati (2015, dalam Napitupulu et al., 2021), merupakan pendekatan yang digunakan untuk menganalisis data dari entitas yang sama, seperti perusahaan, individu, atau negara, secara berulang dalam rentang waktu tertentu. Jenis data ini memiliki karakteristik gabungan antara data lintas individu dan data deret waktu (Wooldridge, 2016 dalam Napitupulu et al., 2021). Pada model regresi ini, terdapat tiga jenis pendekatan estimasi yang bisa diterapkan, yaitu sebagai berikut:

3.4.3.1 Model Efek Umum (*Common Effect Model*)

Model ini merupakan pendekatan dasar dalam analisis data panel yang menyatukan data lintas waktu dan individu tanpa memperhitungkan adanya perbedaan karakteristik antar entitas maupun antar waktu. Dalam penggunaannya, model ini mengasumsikan bahwa perilaku tiap unit observasi adalah seragam. Estimasi parameternya biasanya dilakukan dengan metode OLS (*Ordinary Least Squares*) (Napitupulu et al., 2021).

3.4.3.2 Model Efek Tetap (*Fixed Effect Model*)

Model ini mengasumsikan bahwa variasi antar unit dapat ditangani melalui perbedaan pada nilai intersep masing-masing. Estimasi model *fixed effect* dilakukan dengan bantuan variabel dummy untuk merepresentasikan variasi intersep antar perusahaan. Perbedaan tersebut bisa muncul akibat faktor-faktor seperti perbedaan

sistem manajemen, budaya organisasi, ataupun mekanisme insentif. Walaupun demikian, pola hubungannya dianggap tetap seragam di seluruh perusahaan. Metode estimasi ini dikenal juga sebagai pendekatan *Least Squares Dummy Variable* (LSDV), yang mengasumsikan intersep berbeda untuk tiap individu, sedangkan koefisien kemiringannya tetap sama (Napitupulu et al., 2021).

3.4.3.3 Model Efek Acak (Random Effect Model)

Model ini digunakan untuk mengestimasi data panel di mana kemungkinan terdapat korelasi antara gangguan *error* baik antar waktu maupun antar entitas. Dalam pendekatan *Random Effect*, variasi nilai intersep antar perusahaan dimasukkan ke dalam komponen *error* masing-masing. Salah satu kelebihan dari model ini adalah kemampuannya dalam mengatasi masalah heteroskedastisitas. Model ini juga dikenal dengan sebutan *Error Component Model* (ECM) atau menggunakan metode *Generalized Least Square* (GLS) (Napitupulu et al., 2021).

3.4.4 Uji Asumsi Klasik

3.4.4.1 Uji Multikolinearitas

Pengujian multikolinearitas bertujuan untuk mendeteksi adanya hubungan yang sangat tinggi antar variabel bebas. Jika terjadi kolinearitas sempurna, maka estimasi parameter model menjadi kurang dapat dipercaya karena kemungkinan besar tidak mencerminkan nilai sebenarnya secara akurat (Napitupulu et al., 2021).

Indikasi adanya multikolinearitas dapat dikenali melalui nilai korelasi antar variabel bebas. Jika nilai korelasi kurang dari 0,85, maka H_0 tidak ditolak, yang menunjukkan tidak terdapat gejala multikolinearitas. Namun, apabila nilai korelasi

melebihi 0,85, maka H_0 ditolak dan menunjukkan bahwa multikolinearitas terjadi dalam model.

3.4.4.2 Uji Heteroskedastisitas

Menurut Ghozali (2021), uji heteroskedastisitas bertujuan untuk mengidentifikasi apakah terdapat perbedaan varian residual antar pengamatan dalam model regresi. Pengujian ini dilakukan untuk menentukan apakah data yang digunakan dalam penelitian bersifat homogen atau heterogen. Dalam penelitian ini menggunakan uji heteroskedastisitas dengan model pengujian *White* dengan kriteria, jika nilai signifikansi lebih besar atau sama dengan 0,05, maka tidak terdapat masalah heteroskedastisitas. Nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 menunjukkan adanya masalah heteroskedastisitas. Uji ini penting untuk memastikan asumsi dalam regresi terpenuhi, sehingga hasil analisis tetap valid dan reliabel.

Apabila terjadi masalah heteroskedastisitas perlu ditangani dengan langkah tertentu untuk menghilangkannya. Salah satu pendekatan yang dapat digunakan yaitu melalui pengamatan grafik residual. Grafik yang menunjukkan nilai di luar batas -500 hingga 500 menandakan masih terdapat gejala heteroskedastisitas. Grafik residual yang berada dalam batas tersebut menunjukkan bahwa model bebas dari masalah heteroskedastisitas. Transformasi data menggunakan logaritma natural ($\ln$) juga dapat dilakukan sebagai alternatif solusi, selain metode lain yang sesuai (Napitupulu et al., 2021).

3.5 Pengujian Hipotesis

3.5.1 Analisis Jalur (*Path Analysis*)

Menurut Ghozali (2021), *path analysis* atau analisis jalur digunakan untuk memahami pengaruh langsung maupun tidak langsung dari sejumlah variabel penyebab terhadap variabel lain sebagai akibatnya. Proses analisis jalur dilakukan dengan menyusun dua persamaan struktural berupa persamaan regresi yang menggambarkan hubungan yang telah dihipotesiskan.

3.5.2 Sobel Test

Pengujian hipotesis mediasi dapat dilakukan menggunakan metode yang dikembangkan oleh Sobel (Ghozali 2021), yang dikenal sebagai uji Sobel (*Sobel Test*). Metode ini bertujuan untuk mengukur signifikansi pengaruh tidak langsung variabel independen (X) terhadap variabel dependen (Y) melalui variabel mediasi (Z). Perhitungan uji Sobel dilakukan dengan menggunakan rumus khusus yang menghitung tingkat signifikansi dari jalur mediasi, sehingga dapat menentukan apakah variabel mediasi secara signifikan berperan dalam hubungan antara variabel independen dan dependen. Uji Sobel dianggap signifikan dan variabel mediasi dinyatakan efektif dalam menjembatani pengaruh antara variabel independen dan dependen jika *P-Value* < 0,05.

BAB IV

DATA DAN PEMBAHASAN

4.1 Populasi dan Sampel Penelitian

Penelitian ini berfokus pada perusahaan sektor kesehatan di Kawasan ASEAN selama periode 2017–2023 sebagai populasi dengan jumlah perusahaan sebanyak 170 perusahaan. Dalam menentukan sampel penelitian, digunakan metode *purposive sampling*, yaitu teknik pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu yang sesuai dengan tujuan penelitian. Kriteria pengambilan sampel penelitian ditunjukkan pada tabel sebagai berikut:

Tabel 4.1 Hasil Seleksi Sampel Berdasarkan Metode Purposive Sampling

No	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan sektor kesehatan yang terdaftar di kawasan ASEAN selama periode 2017-2023.	170
2	Tidak tersedianya data keuangan yang lengkap sesuai dengan kebutuhan penelitian selama periode 2017-2023.	(79)
Jumlah Perusahaan yang memenuhi kriteria		91
Total data selama 7 tahun (91x7)		637
Data Outlier		(83)
Total Sampel		554

Sumber: Hasil olah data, 2025

4.2 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif menyajikan informasi mengenai karakteristik data dari variabel-variabel yang diteliti. Informasi ini ditampilkan melalui hasil berupa nilai terkecil (*minimum*), nilai terbesar (*maksimum*), rata-rata (*mean*), serta standar deviasi. Hasil dari analisis ini kemudian disajikan dalam tabel sebagai berikut:

Tabel 4.2 Hasil Analisis Statistik Deskriptif Sebelum Transformasi Data

	N	Minimum	Maximum	Mean	Median	Std. Dev
ROA	637	-99.95000	73.05000	8.157378	8.020000	13.44303
ROE	637	-465.6800	205.2200	10.63691	10.49000	33.17479
DER	637	-23521.66	2760.510	46.82127	45.74000	982.5277
WACC	637	-99.66000	83.38000	7.559513	7.300000	11.86639
SIZE	637	17.64000	25.88000	20.93392	20.71000	1.521201
AGE	637	1.000000	105.0000	34.03297	33.00000	16.70321

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.2 menyajikan hasil analisis statistik deskriptif berdasarkan 637 data sampel yang digunakan dalam penelitian ini. Tabel tersebut menampilkan nilai rata-rata (*mean*), nilai tengah (*median*), nilai minimum dan maksimum, standar deviasi, serta total dari masing-masing variabel yang dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Variabel *return on assets* (Y1) pada tabel 4.2 memiliki rata-rata sebesar 8,157378, menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari asetnya sebesar 8,16%. Median atau nilai tengah sebesar 8,020000. Nilai tertinggi sebesar 73.05000 oleh perusahaan Hartalega Holdings Berhad, sementara nilai terendah sebesar -99,95000 oleh perusahaan Ucrest Berhad. Standar Deviasi sebesar 13,44303, yang lebih besar dari rata-rata,

artinya bahwa data ROA memiliki penyebaran yang cukup tinggi dari nilai tengahnya.

2. Variabel *return on equity* (Y2) pada tabel 4.2 memiliki rata-rata sebesar 10,63691, menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari ekuitasnya sebesar 10,64%. Median atau nilai tengah sebesar 10,49000. Nilai tertinggi sebesar 205,2200 oleh perusahaan PT Merck Tbk, sementara nilai terendah sebesar -465,6800 oleh perusahaan E FOR L AIM PCL. Standar Deviasi sebesar 33,17479, yang lebih besar dari rata-rata, artinya bahwa data ROE memiliki penyebaran yang tinggi dari nilai tengahnya.
3. Variabel *debt to equity ratio* (X) pada tabel 4.2 memiliki rata-rata sebesar 46,82127, menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan memiliki proporsi utang terhadap ekuitas sebesar 46,82%. Median atau nilai tengah sebesar 45,74000. Nilai tertinggi sebesar 2760,510 oleh perusahaan Vimedimex Medi-Pharma Joint Stock Company, sementara nilai terendah sebesar -23521,66 oleh perusahaan PT Indofarma Tbk. Standar Deviasi sebesar 982,5277, yang jauh lebih besar dari rata-rata, artinya data DER memiliki tingkat variabilitas yang sangat tinggi dan mengindikasikan adanya outlier.
4. Variabel *weighted average cost of capital* (Z) pada tabel 4.2 memiliki rata-rata sebesar 7,559513, menunjukkan rata-rata biaya modal gabungan dari perusahaan sebesar 7,56%. Median atau nilai tengah sebesar 7,300000. Nilai tertinggi sebesar 83,38000 oleh perusahaan Medinex Limited, sementara nilai terendah sebesar -99,66000 oleh perusahaan Ucrest Berhad. Standar

Deviasi sebesar 11,86639, yang lebih besar dari rata-rata, artinya bahwa data WACC memiliki penyebaran yang tinggi dari nilai tengahnya.

5. Variabel ukuran perusahaan (Kontrol) pada tabel 4.2 memiliki rata-rata sebesar 20,93392, menunjukkan bahwa secara umum perusahaan memiliki skala yang cukup besar. Median atau nilai tengah sebesar 20,71000. Nilai tertinggi sebesar 25,88000 oleh perusahaan IHH Healthcare Berhad, sementara nilai terendah sebesar 17,64000 oleh perusahaan Ucrest Berhad. Standar Deviasi sebesar 1,521201, yang lebih kecil dari rata-rata, artinya bahwa data SIZE memiliki penyebaran yang rendah dan relatif homogen.
6. Variabel umur perusahaan (Kontrol) pada tabel 4.2 memiliki rata-rata sebesar 34,03297, menunjukkan bahwa usia rata-rata perusahaan dalam sampel adalah 34 tahun. Median atau nilai tengah sebesar 33,00000. Nilai tertinggi sebesar 105,00000 oleh PT Indofarma Tbk, sementara nilai terendah sebesar 1,000000 oleh perusahaan Cong Ty Co Phan Duoc Lieu Viet Nam. Standar Deviasi sebesar 16,70321, yang mendekati setengah dari nilai rata-rata, artinya bahwa data AGE memiliki tingkat penyebaran yang sedang.

Tabel 4.3 Hasil Analisis Statistik Deskriptif Setelah Transformasi Data

	N	Minimum	Maximum	Mean	Median	Std. Dev
LN_ROA	554	-4.605170	4.385022	3.380673	3.388448	0.452548
LN_ROE	554	-4.605170	4.825590	3.705282	3.715521	0.477210
LN_DER	554	0.797507	6.396279	3.888376	3.835142	0.895911
LN_WACC	554	-4.605170	3.934371	1.967616	2.070646	1.002264

SIZE	554	17.64000	2588000	21.06978	20.80000	1.490962
AGE	554	1.000000	103.0000	34.83394	34.00000	16.45932

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.3 menyajikan hasil analisis statistik deskriptif data sampel yang sudah di transformasi dan dibuang outliernya, yang akan digunakan dalam penelitian ini. Tabel tersebut menampilkan nilai rata-rata (*mean*), nilai tengah (*median*), nilai minimum dan maksimum, standar deviasi, serta total dari masing-masing variabel yang dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Variabel *return on assets* (Y1) pada tabel 4.3 memiliki rata-rata sebesar 3,380673, menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari asetnya sebesar 3,38%. Median atau nilai tengah sebesar 3,388448. Nilai tertinggi sebesar 4,385022, sementara nilai terendah sebesar -4,605170. Standar Deviasi sebesar 0,452548, yang lebih rendah dari rata-rata, artinya bahwa data ROA memiliki penyebaran yang rendah dari nilai tengahnya.
2. Variabel *return on equity* (Y2) pada tabel 4.3 memiliki rata-rata sebesar 3,705282, menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari ekuitasnya sebesar 3,70%. Median atau nilai tengah sebesar 3,715521. Nilai tertinggi sebesar 4,825590, sementara nilai terendah sebesar -4,605170. Standar Deviasi sebesar 0,477210, yang lebih kecil dari rata-rata, artinya bahwa data ROE memiliki penyebaran yang rendah dari nilai tengahnya.
3. Variabel *debt to equity ratio* (X) pada tabel 4.3 memiliki rata-rata sebesar 3,888376, menunjukkan bahwa secara rata-rata perusahaan memiliki

proporsi utang terhadap ekuitas sebesar 3,89%. Median atau nilai tengah sebesar 3,835142. Nilai tertinggi sebesar 6,396279, sementara nilai terendah sebesar 0,797507. Standar Deviasi sebesar 0,895911, yang jauh lebih kecil dari rata-rata, artinya data DER memiliki penyebaran yang rendah dari nilai tengahnya.

4. Variabel *weighted average cost of capital* (Z) pada tabel 4.3 memiliki rata-rata sebesar 1,967616, menunjukkan rata-rata biaya modal gabungan dari perusahaan sebesar 1,97%. Median atau nilai tengah sebesar 2,070646. Nilai tertinggi sebesar 3,934371, sementara nilai terendah sebesar -4,605170. Standar Deviasi sebesar 1,002264, yang lebih kecil dari rata-rata, artinya bahwa data WACC memiliki penyebaran yang rendah dari nilai tengahnya.
5. Variabel ukuran perusahaan (Kontrol) pada tabel 4.3 memiliki rata-rata sebesar 21,06978, menunjukkan bahwa secara umum perusahaan memiliki skala yang cukup besar. Median atau nilai tengah sebesar 20,80000. Nilai tertinggi sebesar 25,88000, sementara nilai terendah sebesar 17,64000. Standar Deviasi sebesar 1,490962, yang lebih kecil dari rata-rata, artinya bahwa data *SIZE* memiliki penyebaran yang rendah dan relatif homogen.
6. Variabel umur perusahaan (Kontrol) pada tabel 4.3 memiliki rata-rata sebesar 34,83394, menunjukkan bahwa usia rata-rata perusahaan dalam sampel adalah 35 tahun. Median atau nilai tengah sebesar 34,00000. Nilai tertinggi sebesar 103,00000, sementara nilai terendah sebesar 1,000000. Standar Deviasi sebesar 16,45938, yang mendekati setengah dari nilai rata-rata, artinya bahwa data *AGE* memiliki tingkat penyebaran yang sedang.

4.3 Uji Estimasi Model

4.3.1 Uji *Chow*

Tabel 4.4 Hasil Uji *Chow* Hubungan Langsung DER terhadap ROA

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.922693	(89,461)	0.0000
Cross-section Chi-square	470.150833	89	0.0000

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.4 menampilkan hasil uji *Chow* pada hubungan langsung antara DER terhadap ROA. Nilai *Probability Cross-section Chi-square* sebesar 0.0000 lebih kecil dari 0.05. Hasil ini menunjukkan bahwa H0 ditolak dan H1 diterima. *Fixed Effect Model* (FEM) menjadi model yang paling sesuai.

Tabel 4.5 Hasil Uji *Chow* Hubungan Langsung DER terhadap ROE

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	4.966900	(89,461)	0.0000
Cross-section Chi-square	372.500949	89	0.0000

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.5 menampilkan hasil uji *Chow* pada hubungan langsung antara DER terhadap ROE. Nilai *Probability Cross-section Chi-square* sebesar 0.0000 lebih kecil dari 0.05. Hasil ini menunjukkan bahwa H0 ditolak dan H1 diterima. *Fixed Effect Model* (FEM) menjadi model yang paling sesuai.

Tabel 4.6 Hasil Uji *Chow* Hubungan Langsung DER terhadap WACC

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	7.725213	(89,461)	0.0000
Cross-section Chi-square	505.720145	89	0.0000

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.6 menampilkan hasil uji *Chow* pada hubungan langsung antara DER terhadap WACC. Nilai *Probability Cross-section Chi-square* sebesar 0.0000 lebih kecil dari 0.05. Hasil ini menunjukkan bahwa H0 ditolak dan H1 diterima. *Fixed Effect Model* (FEM) menjadi model yang paling sesuai.

Tabel 4.7 Hasil Uji *Chow* Hubungan Tidak Langsung DER terhadap ROA
Melalui WACC

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	5.519446	(89,460)	0.0000
Cross-section Chi-square	402.297674	89	0.0000

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.7 menampilkan hasil uji *Chow* pada hubungan tidak langsung antara DER terhadap ROA melalui WACC. Nilai *Probability Cross-section Chi-square* sebesar 0.0000 lebih kecil dari 0.05. Hasil ini menunjukkan bahwa H0 ditolak dan H1 diterima. *Fixed Effect Model* (FEM) menjadi model yang paling sesuai.

Tabel 4.8 Hasil Uji *Chow* Hubungan Tidak Langsung DER terhadap ROE Melalui WACC

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	4.241739	(89,460)	0.0000
Cross-section Chi-square	331.963684	89	0.0000

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.8 menampilkan hasil uji *Chow* pada hubungan tidak langsung antara DER terhadap ROE melalui WACC. Nilai *Probability Cross-section Chi-square* sebesar 0.0000 lebih kecil dari 0.05. Hasil ini menunjukkan bahwa H0 ditolak dan H1 diterima. *Fixed Effect Model* (FEM) menjadi model yang paling sesuai.

- Hasil uji *chow* hubungan langsung DER terhadap ROA:
 - H0: Ditolak (CEM)
 - H1: Diterima (FEM)
- Hasil uji *chow* hubungan langsung DER terhadap ROE:
 - H0: Ditolak (CEM)
 - H1: Diterima (FEM)
- Hasil uji *chow* hubungan langsung DER terhadap WACC:
 - H0: Ditolak (CEM)
 - H1: Diterima (FEM)
- Hasil uji *chow* hubungan tidak langsung DER terhadap ROA melalui WACC:
 - H0: Ditolak (CEM)
 - H1: Diterima (FEM)

- Hasil uji *chow* hubungan tidak langsung DER terhadap ROE melalui

WACC:

- H0: Ditolak (CEM)
- H1: Diterima (FEM)

4.3.2 Uji *Hausman*

Tabel 4.9 Hasil Uji *Hausman* Hubungan Langsung DER terhadap ROA

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.007865	3	0.3904

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.9 menampilkan hasil uji *Hausman* pada hubungan langsung antara DER terhadap ROA. Nilai *Probability Cross-section Random* sebesar 0.3904 lebih besar dari 0.05. Hasil ini menunjukkan bahwa H0 diterima dan H1 ditolak. *Random Effect Model* (REM) menjadi model yang paling sesuai.

Tabel 4.10 Hasil Uji *Hausman* Hubungan Langsung DER terhadap ROE

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.147640	3	0.1046

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.10 menampilkan hasil uji *Hausman* pada hubungan langsung antara DER terhadap ROE. Nilai *Probability Cross-section Random* sebesar 0.1046 lebih besar dari 0.05. Hasil ini menunjukkan bahwa H0 diterima dan H1 ditolak. *Random Effect Model* (REM) menjadi model yang paling sesuai.

Tabel 4.11 Hasil Uji *Hausman* Hubungan Langsung DER terhadap WACC

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	2.138005	3	0.5443

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.11 menampilkan hasil uji *Hausman* pada hubungan langsung antara DER terhadap WACC. Nilai *Probability Cross-section Random* sebesar 0.5443 lebih besar dari 0.05. Hasil ini menunjukkan bahwa H0 diterima dan H1 ditolak. *Random Effect Model (REM)* menjadi model yang paling sesuai.

Tabel 4.12 Hasil Uji *Hausman* Hubungan Tidak Langsung DER terhadap ROA Melalui WACC

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	28.607058	4	0.0000

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.12 menampilkan hasil uji *Hausman* pada hubungan tidak langsung antara DER terhadap ROA melalui WACC. Nilai *Probability Cross-section Random* sebesar 0.0000 lebih kecil dari 0.05. Hasil ini menunjukkan bahwa H0 ditolak dan H1 diterima. *Fixed Effect Model (FEM)* menjadi model yang paling sesuai.

Tabel 4.13 Hasil Uji *Hausman* Hubungan Tidak Langsung DER terhadap ROE
Melalui WACC

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	25.597908	4	0.0000

Sumber: *Output Eviews 12* (SV)

Tabel 4.13 menampilkan hasil uji *Hausman* pada hubungan tidak langsung antara DER terhadap ROE melalui WACC. Nilai *Probability Cross-section Random* sebesar 0.0000 lebih kecil dari 0.05. Hasil ini menunjukkan bahwa H0 ditolak dan H1 diterima. *Fixed Effect Model* (FEM) menjadi model yang paling sesuai.

- Hasil uji *hausman* hubungan langsung DER terhadap ROA:
 - H0: Diterima (REM)
 - H1: Ditolak (FEM)
- Hasil uji *hausman* hubungan langsung DER terhadap ROE:
 - H0: Diterima (REM)
 - H1: Ditolak (FEM)
- Hasil uji *hausman* hubungan langsung DER terhadap WACC:
 - H0: Diterima (REM)
 - H1: Ditolak (FEM)
- Hasil uji *hausman* hubungan tidak langsung DER terhadap ROA melalui WACC:
 - H0: Ditolak (REM)
 - H1: Diterima (FEM)

- Hasil uji *hausman* hubungan tidak langsung DER terhadap ROE melalui WACC:
 - H0: Ditolak (REM)
 - H1: Diterima (FEM)

4.3.3 Uji *Lagrange Multiplier*

Tabel 4.14 Hasil Uji LM Hubungan Langsung DER terhadap ROA

Test Summary	Cross-section	Test Hypothesis Time	Both.
Breusch_Pagan	65.39433 (0.000)	0.762550 (0.3825)	66.15688 (0.0000)

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.14 menampilkan hasil uji *lagrange multiplier* pada hubungan langsung antara DER terhadap ROA. *Breusch-Pagan Cross-section* nya sebesar 0.0000 yang mana lebih kecil dari 0.05. Hasil ini menunjukkan bahwa H0 ditolak dan H1 diterima. *Random Effect Model* (REM) menjadi model yang paling sesuai.

Tabel 4.15 Hasil Uji LM Hubungan Langsung DER terhadap ROE

Test Summary	Cross-section	Test Hypothesis Time	Both.
Breusch_Pagan	83.22041 (0.000)	0.000962 (0.9753)	83.22137 (0.0000)

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.15 menampilkan hasil uji *lagrange multiplier* pada hubungan langsung antara DER terhadap ROE. *Breusch-Pagan Cross-section* nya sebesar

0.0000 yang mana lebih kecil dari 0.05. Hasil ini menunjukkan bahwa H0 ditolak dan H1 diterima. *Random Effect Model* (REM) menjadi model yang paling sesuai.

Tabel 4.16 Hasil Uji LM Hubungan Langsung DER terhadap WACC

Test Summary	Cross-section	Test Hypothesis Time	Both.
Breusch_Pagan	266.5689 (0.000)	12.20373 (0.0005)	278.7726 (0.0000)

Sumber: *Output Eviews 12* (SV)

Tabel 4.16 menampilkan hasil uji *lagrange multiplier* pada hubungan langsung antara DER terhadap WACC. *Breusch-Pagan Cross-section* nya sebesar 0.0000 yang mana lebih kecil dari 0.05. Hasil ini menunjukkan bahwa H0 ditolak dan H1 diterima. *Random Effect Model* (REM) menjadi model yang paling sesuai.

Berikut estimasi model yang terpilih untuk 5 regresi pada penelitian ini:

- Hasil uji *lagrange multiplier* hubungan langsung DER terhadap ROA:
 - H0: Ditolak (CEM)
 - H1: Diterima (REM)
- Hasil uji *lagrange multiplier* hubungan langsung DER terhadap ROE:
 - H0: Ditolak (CEM)
 - H1: Diterima (REM)
- Hasil uji *lagrange multiplier* hubungan langsung DER terhadap WACC:
 - H0: Ditolak (CEM)
 - H1: Diterima (REM)

- Hasil uji *hausman* hubungan tidak langsung DER terhadap ROA melalui WACC:
 - H0: Ditolak (REM)
 - H1: Diterima (FEM)
- Hasil uji *hausman* hubungan tidak langsung DER terhadap ROE melalui WACC:
 - H0: Ditolak (REM)
 - H1: Diterima (FEM)

4.4 Model Regresi Data Panel

4.4.1 *Random Effect Model (REM)*

Tabel 4.17 Hasil Regresi Hubungan Langsung DER terhadap ROA dengan REM

Dependent Variabel: LN_ROA

Method: Panel EGLS (Cross-section random effect)

Date: 04/15/25 Time: 09:56

Sample: 2017 2023

Periods included: 7

Cross-sections included: 90

Total panel (balanced) observations: 554

Swamy and Arora estimator of component variances

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.676924	0.494713	5.411069	0.0000
LN_DER	-0.027798	0.026173	-1.062119	0.2886
SIZE	0.033728	0.023913	1.410436	0.1590
AGE	0.001758	0.002326	0.755861	0.4501
Effects Specification				
		S.D.	Rho	
Cross-section random		0.320095	0.4986	
Idiosyncratic random		0.320979	0.5014	

Weighted Statistics			
R-squared	0.008643	Mean dependent var	1.240236
Adjusted R-squared	0.003236	S.D. dependent var	0.335789
S.E. of regression	0.339888	Sum squared resid	63.53812
F-statistic	1.598348	Durbin-Watson stat	0.402971
Prob(F-statistic)	0.188746		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.004651	Mean dependent var	3.380673
Sum squared resid	112.7274	Durbin-Watson stat	0.227132

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Hasil regresi data panel dengan *Random Effect Model* (REM) pada tabel 4.17 dengan variabel dependen ROA menghasilkan nilai konstanta sebesar 2.676924 serta angka *probability* sebesar 0.0000. Data juga menunjukkan nilai *R-squared* sebesar 0.008643 atau sebesar 0,8643% yang menjelaskan bahwa persentase kemungkinan variabel *return on assets* dapat dipengaruhi oleh variabel DER, *SIZE*, dan *AGE* adalah sebesar 0,8643%, dan 99,1357% sisanya dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak disebutkan dalam penelitian ini.

Tabel 4.18 Hasil Regresi Hubungan Langsung DER terhadap ROE dengan REM

Dependent Variabel: LN_ROE

Method: Panel EGLS (Cross-section random effect)

Date: 04/15/25 Time: 10:18

Sample: 2017 2023

Periods included: 7

Cross-sections included: 90

Total panel (balanced) observations: 554

Swamy and Arora estimator of component variances

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

C	3.101892	0.508209	6.103574	0.0000
LN_DER	0.037155	0.028747	1.291121	0.1972
SIZE	0.023616	0.024280	0.972667	0.3311
AGE	-0.001889	0.002308	-0.818369	0.4135
Effects Specification				
		S.D.		Rho
Cross-section random		0.302809		0.3968
Idiosyncratic random		0.373321		0.6032
Weighted Statistics				
R-squared	0.004256	Mean dependent var		1.617241
Adjusted R-squared	-0.001175	S.D. dependent var		0.389185
S.E. of regression	0.382209	Sum squared resid		80.34611
F-statistic	0.783651	Durbin-Watson stat		0.527321
Prob(F-statistic)	0.503374			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.008305	Mean dependent var		3.705282
Sum squared resid	126.9802	Durbin-Watson stat		0.333660

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Hasil regresi data panel dengan *Random Effect Model* (REM) pada tabel 4.18 dengan variabel dependen ROE menghasilkan nilai konstanta sebesar 3.101892 serta angka *probability* sebesar 0.0000. Data juga menunjukkan nilai *R-squared* sebesar 0.004256 atau sebesar 0,4256% yang menjelaskan bahwa persentase kemungkinan variabel *return on equity ratio* dapat dipengaruhi oleh variabel DER, *SIZE*, dan *AGE* adalah sebesar 0,4256%, dan 99,5744% sisanya dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak disebutkan dalam penelitian ini.

Tabel 4.19 Hasil Regresi Hubungan Langsung DER terhadap WACC dengan REM

Dependent Variabel: LN_WACC

Method: Panel EGLS (Cross-section random effect)

Date: 04/15/25 Time: 10:30

Sample: 2017 2023

Periods included: 7

Cross-sections included: 90

Total panel (balanced) observations: 554

Swamy and Arora estimator of component variances

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.029256	1.100543	2.752511	0.0061
LN_DER	-0.205862	0.056913	-3.617163	0.0003
SIZE	-0.022312	0.053404	-0.417798	0.6763
AGE	0.004600	0.005240	0.877858	0.3804

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.730885	0.5311
Idiosyncratic random	0.686706	0.4689

Weighted Statistics

R-squared	0.023119	Mean dependent var	0.677792
Adjusted R-squared	0.017791	S.D. dependent var	0.696347
S.E. of regression	0.695322	Sum squared resid	265.9097
F-statistic	4.338818	Durbin-Watson stat	1.332527
Prob(F-statistic)	0.004611		

Unweighted Statistics

R-squared	0.019604	Mean dependent var	1.967616
Sum squared resid	544.6162	Durbin-Watson stat	0.650609

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Hasil regresi data panel dengan *Random Effect Model* (REM) pada tabel 4.19 dengan variabel dependen WACC menghasilkan nilai konstanta sebesar 3.0299256 serta angka *probability* sebesar 0.0061. Data juga menunjukkan nilai *R-squared* sebesar 0.023119 atau sebesar 2,3119% yang menjelaskan bahwa persentase kemungkinan variabel *weighted average cost of capital* dapat dipengaruhi oleh variabel DER, *SIZE*, dan *AGE* adalah sebesar 2,3119%, dan 97,6881% sisanya dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak disebutkan dalam penelitian ini.

4.4.2 *Fixed Effect Model* (FEM)

Tabel 4.20 Hasil Regresi Hubungan Tidak Langsung DER terhadap ROA Melalui WACC dengan FEM

Dependent Variabel: LN_ROA

Method: Panel Least Square

Date: 04/15/25 Time: 10:39

Sample: 2017 2023

Periods included: 7

Cross-sections included: 90

Total panel (balanced) observations: 554

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.923741	1.114508	3.520603	0.0005
LN_DER	0.006788	0.032716	0.207476	0.8357
LN_WACC	0.026298	0.021759	1.208611	0.2274
SIZE	-0.049781	0.064863	-0.767475	0.4432
AGE	0.012277	0.010373	1.183605	0.2372

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variabls)

R-squared	0.581954	Mean dependent var	3.380673
Adjusted R-squared	0.497435	S.D. dependent var	0.452548

S.E. of regression	0.320819	Akaike info criterion	0.717534
Sum squared resid	47.34548	Schwarz criterion	1.450049
Log likelihood	-104.7569	Hannan-Quinn criter.	1.003698
F-statistic	6.885550	Durbin-Watson stat	0.572156
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Hasil regresi data panel dengan *Fixed Effect Model* (FEM) pada tabel 4.20 dengan variabel dependen ROA menghasilkan nilai konstanta sebesar 3.923741 serta angka *probability* sebesar 0.0005. Data juga menunjukkan nilai *R-squared* sebesar 0.581954 atau sebesar 58,1954% yang menjelaskan bahwa persentase kemungkinan variabel *return on assets* dapat dipengaruhi oleh variabel DER, WACC, *SIZE*, dan *AGE* adalah sebesar 58,1954%, dan 41,8046% sisanya dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak disebutkan dalam penelitian ini.

Tabel 4.21 Hasil Regresi Hubungan Tidak Langsung DER terhadap ROE Melalui WACC dengan FEM

Dependent Variabel: LN_ROE

Method: Panel Least Square

Date: 04/15/25 Time: 10:48

Sample: 2017 2023

Periods included: 7

Cross-sections included: 90

Total panel (balanced) observations: 554

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.273486	1.298251	2.521459	0.0120
LN_DER	0.071958	0.038110	1.888161	0.0596
LN_WACC	0.004946	0.025346	0.195140	0.8454
SIZE	0.034116	0.075557	0.451531	0.6518
AGE	-0.016552	0.012083	-1.369850	0.1714

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variabls)

R-squared	0.489865	Mean dependent var	3.705282
Adjusted R-squared	0.386729	S.D. dependent var	0.477210
S.E. of regression	0.373711	Akaike info criterion	1.022743
Sum squared resid	64.24352	Schwarz criterion	1.755259
Log likelihood	-189.2999	Hannan-Quinn criter.	1.308907
F-statistic	4.749697	Durbin-Watson stat	0.662185
Prob(F-statistic)	0.000000		

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Hasil regresi data panel dengan *Fixed Effect Model* (FEM) pada tabel 4.21 dengan variabel dependen ROE menghasilkan nilai konstanta sebesar 3.273486 serta angka *probability* sebesar 0.0120. Data juga menunjukkan nilai *R-squared* sebesar 0.489856 atau sebesar 48,9856% yang menjelaskan bahwa persentase kemungkinan variabel *return on equity ratio* dapat dipengaruhi oleh variabel DER, WACC, *SIZE*, dan *AGE* adalah sebesar 48,9856%, dan 51,0144% sisanya dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak disebutkan dalam penelitian ini.

Berdasarkan uji *chow*, uji *hausman*, dan uji *lagrange multiplier* model terbaik untuk penelitian ini adalah REM (untuk seluruh hubungan langsung) dan FEM (untuk seluruh hubungan tidak langsung, sehingga diperoleh persamaan regresi, sebagai berikut:

- Hubungan langsung DER terhadap ROA

$$Y = 2.677 - 0.028 * DER + 0.034 * SIZE + 0.002 * AGE$$

- Hubungan langsung DER terhadap ROE

$$Y = 3.102 + 0.037 * DER + 0.024 * SIZE - 0.002 * AGE$$

- Hubungan langsung DER terhadap WACC

$$Y = 3.029 - 0.206 * DER - 0.022 * SIZE + 0.005 * AGE$$

- Hubungan tidak langsung DER terhadap ROA melalui WACC

$$Z = 3.924 + 0.007 * DER + 0.026 * WACC - 0.050 * SIZE + 0.012 * AGE$$

- Hubungan tidak langsung DER terhadap ROE melalui WACC

$$Z = 3.273 + 0.072 * DER + 0.005 * WACC + 0.034 * SIZE - 0.016 * AGE$$

4.5 Uji Asumsi Klasik

4.5.1 Uji Multikolinearitas

Tabel 4.22 Hasil Uji Multikolinearitas

	DER	WACC	SIZE	AGE
DER	1	-0.133482	-0.140093	0.127603
WACC	-0.133482	1	-0.025024	0.031142
SIZE	-0.140093	-0.025024	1	0.376571
AGE	0.127603	0.031142	0.376571	1

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Berdasarkan Tabel 4.22, seluruh nilai koefisien antar variabel independen berada di bawah ambang batas multikolinearitas sebesar 0,85. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat indikasi multikolinearitas antar variabel independen, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi lolos uji multikolinearitas.

4.5.2 Uji Heteroskedastisitas

Tabel 4.23 Hasil Uji Heteroskedastisitas Hubungan Langsung DER terhadap

ROA

F-statistic	0.786237	Prob. F(3,550)	0.5019
Obs*R-squared	2.365721	Prob. Chi-Square(3)	0.5000
Scaled explained SS	209.5265	Prob. Chi-Square(3)	0.0000

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.23 menyajikan hasil uji heteroskedastisitas hubungan langsung antara DER terhadap ROA. Nilai *Prob. Chi-Square* adalah 0.5000 yang dimana

lebih besar dari 0.05 sehingga dapat disimpulkan bahwa model dianggap bebas dari gejala heteroskedastisitas.

Tabel 4.24 Hasil Uji Heteroskedastisitas Hubungan Langsung DER terhadap ROE

F-statistic	1.342509	Prob. F(3,550)	0.2597
Obs*R-squared	4.027326	Prob. Chi-Square(3)	0.2585
Scaled explained SS	330.5607	Prob. Chi-Square(3)	0.0000

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.24 menyajikan hasil uji heteroskedastisitas hubungan langsung antara DER terhadap ROE. Nilai *Prob. Chi-Square* adalah 0.2585 yang dimana lebih besar dari 0.05 sehingga dapat disimpulkan bahwa model dianggap bebas dari gejala heteroskedastisitas.

Tabel 4.25 Hasil Uji Heteroskedastisitas Hubungan Langsung DER terhadap
WACC

F-statistic	0.753740	Prob. F(3,550)	0.5205
Obs*R-squared	2.268341	Prob. Chi-Square(3)	0.5186
Scaled explained SS	15.15597	Prob. Chi-Square(3)	0.0017

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.25 menyajikan hasil uji heteroskedastisitas hubungan langsung antara DER terhadap WACC. Nilai *Prob. Chi-Square* adalah 0.5186 yang dimana lebih besar dari 0.05 sehingga dapat disimpulkan bahwa model dianggap bebas dari gejala heteroskedastisitas.

Tabel 4.26 Hasil Uji Heteroskedastisitas Hubungan Tidak Langsung DER
terhadap ROA Melalui WACC

F-statistic	0.650584	Prob. F(4,549)	0.6267
Obs*R-squared	2.613646	Prob. Chi-Square(3)	0.6244
Scaled explained SS	284.9544	Prob. Chi-Square(3)	0.0000

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.26 menyajikan hasil uji heteroskedastisitas hubungan langsung antara DER terhadap ROA melalui WACC. Nilai *Prob. Chi-Square* adalah 0.6244 yang dimana lebih besar dari 0.05 sehingga dapat disimpulkan bahwa model dianggap bebas dari gejala heteroskedastisitas.

Tabel 4.27 Hasil Uji Heteroskedastisitas Hubungan Tidak Langsung DER
terhadap ROE Melalui WACC

F-statistic	0.650584	Prob. F(4,549)	0.6267
Obs*R-squared	2.613646	Prob. Chi-Square(3)	0.6244
Scaled explained SS	284.9544	Prob. Chi-Square(3)	0.0000

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.27 menyajikan hasil uji heteroskedastisitas hubungan tidak langsung antara DER terhadap ROE melalui WACC. Nilai *Prob. Chi-Square* adalah 0.6244 yang dimana lebih besar dari 0.05 sehingga dapat disimpulkan bahwa model dianggap bebas dari gejala heteroskedastisitas.

4.6 Pengujian Hipotesis

4.6.1 Analisis Regresi Linier Model Jalur (*Path Analysis*)

Tabel 4.28 Hasil Uji t Hubungan Langsung DER terhadap ROA

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.676924	0.494713	5.411069	0.0000
LN_DER	-0.027798	0.026173	-1.062119	0.2886
SIZE	0.033728	0.023913	1.410436	0.1590
AGE	0.001758	0.002326	0.755861	0.4501

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.28 menyajikan hasil uji *path analysis* hubungan langsung antara DER terhadap ROA. Berdasarkan uji regresi tersebut, berikut ini merupakan hasil uji hipotesis:

1. Hasil koefisien jalur pada tabel 4.28 diketahui bahwa variable DER memiliki nilai *t-Statistic* sebesar -1.062119 dengan *Coefficient* sebesar -0.027798 dan nilai *Prob. (Signifikansi)* sebesar 0.2886 (>0.05), maka bisa disimpulkan bahwa variabel DER tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel ROA.
2. Hasil koefisien jalur pada tabel 4.28 diketahui bahwa variable *SIZE* memiliki nilai *t-Statistic* sebesar 0.1590 dengan *Coefficient* sebesar 0.033728 dan nilai *Prob. (Signifikansi)* sebesar 0.1590 (>0.05), maka bisa disimpulkan bahwa variabel *SIZE* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel ROA.
3. Hasil koefisien jalur pada tabel 4.28 diketahui bahwa variable *AGE* memiliki nilai *t-Statistic* sebesar 0.755861 dengan *Coefficient* sebesar 0.001758 dan nilai *Prob. (Signifikansi)* sebesar 0.4501 (>0.05), maka bisa

disimpulkan bahwa variabel *AGE* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel ROA.

Tabel 4.29 Hasil Uji t Hubungan Langsung DER terhadap ROE

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.101892	0.508209	6.103574	0.0000
LN_DER	0.037155	0.028747	1.291121	0.1972
SIZE	0.023616	0.024280	0.972667	0.3311
AGE	-0.001889	0.002308	-0.818369	0.4135

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.29 menyajikan hasil uji *path analysis* hubungan langsung antara DER terhadap ROE. Berdasarkan uji regresi tersebut, berikut ini merupakan hasil uji hipotesis:

1. Hasil koefisien jalur pada tabel 4.29 diketahui bahwa variable DER memiliki nilai *t-Statistic* sebesar 1.291121 dengan *Coefficient* sebesar 0.037115 dan nilai *Prob.* (Signifikansi) sebesar 0.1972 (>0.05), maka bisa disimpulkan bahwa variabel DER tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel ROE.
2. Hasil koefisien jalur pada tabel 4.29 diketahui bahwa variable *SIZE* memiliki nilai *t-Statistic* sebesar 0.972667 dengan *Coefficient* sebesar 0.023616 dan nilai *Prob.* (Signifikansi) sebesar 0.3311 (>0.05), maka bisa disimpulkan bahwa variabel *SIZE* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel ROE.
3. Hasil koefisien jalur pada tabel 4.29 diketahui bahwa variable *AGE* memiliki nilai *t-Statistic* sebesar -0.818369 dengan *Coefficient* sebesar -

0.001889 dan nilai *Prob.* (Signifikansi) sebesar 0.4135 (>0.05), maka bisa disimpulkan bahwa variabel *AGE* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel ROE.

Tabel 4.30 Hasil Uji t Hubungan Langsung DER terhadap WACC

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.029256	1.100543	2.752511	0.0061
LN_DER	-0.205862	0.056913	-3.617163	0.0003
SIZE	-0.022312	0.053404	-0.417798	0.6763
AGE	0.004600	0.005240	0.877858	0.3804

Sumber: *Output Eviews 12* (SV)

Tabel 4.30 menyajikan hasil uji *path analysis* hubungan langsung antara DER terhadap WACC. Berdasarkan uji regresi tersebut, berikut ini merupakan hasil uji hipotesis:

1. Hasil koefisien jalur pada tabel 4.30 diketahui bahwa variable DER memiliki nilai *t-Statistic* sebesar -3.617163 dengan *Coefficient* sebesar -0.205862 dan nilai *Prob.* (Signifikansi) sebesar 0.0003 (<0.05), maka bisa disimpulkan bahwa variabel DER berpengaruh signifikan terhadap variabel WACC.
2. Hasil koefisien jalur pada tabel 4.30 diketahui bahwa variable *SIZE* memiliki nilai *t-Statistic* sebesar -0.417798 dengan *Coefficient* sebesar -0.022312 dan nilai *Prob.* (Signifikansi) sebesar 0.6763 (>0.05), maka bisa disimpulkan bahwa variabel *SIZE* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel WACC.

- Hasil koefisien jalur pada tabel 4.30 diketahui bahwa variable *AGE* memiliki nilai *t-Statistic* sebesar 0.877858 dengan *Coefficient* sebesar 0.004600 dan nilai *Prob.* (Signifikansi) sebesar 0.3804 (>0.05), maka bisa disimpulkan bahwa variabel *AGE* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel WACC.

Tabel 4.31 Hasil Uji t Hubungan Tidak Langsung DER terhadap ROA melalui WACC

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.923741	1.114508	3.520603	0.0005
LN_DER	0.006788	0.032716	0.207476	0.8357
LN_WACC	0.026298	0.021759	1.208611	0.2274
SIZE	-0.049781	0.064863	-0.767475	0.4432
AGE	0.012277	0.010373	1.183605	0.2372

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.31 menyajikan hasil uji *path analysis* hubungan langsung antara DER terhadap ROA melalui WACC. Berdasarkan uji regresi tersebut, berikut ini merupakan hasil uji hipotesis:

- Hasil koefisien jalur pada tabel 4.31 diketahui bahwa variable DER memiliki nilai *t-Statistic* sebesar 0.207476 dengan *Coefficient* sebesar 0.006788 dan nilai *Prob.* (Signifikansi) sebesar 0.8357 (>0.05), maka bisa disimpulkan bahwa variabel DER tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel ROA.
- Hasil koefisien jalur pada tabel 4.31 diketahui bahwa variable WACC memiliki nilai *t-Statistic* sebesar 1.208611 dengan *Coefficient* sebesar

0.026298 dan nilai *Prob.* (Signifikansi) sebesar 0.2274 (>0.05), maka bisa disimpulkan bahwa variabel WACC tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel ROA.

3. Hasil koefisien jalur pada tabel 4.31 diketahui bahwa variable *SIZE* memiliki nilai *t-Statistic* sebesar -0.767475 dengan *Coefficient* sebesar -0.049781 dan nilai *Prob.* (Signifikansi) sebesar 0.4432 (>0.05), maka bisa disimpulkan bahwa variabel *SIZE* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel ROA.
4. Hasil koefisien jalur pada tabel 4.31 diketahui bahwa variable *AGE* memiliki nilai *t-Statistic* sebesar 1.183605 dengan *Coefficient* sebesar 0.012277 dan nilai *Prob.* (Signifikansi) sebesar 0.2372 (>0.05), maka bisa disimpulkan bahwa variabel *AGE* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel ROA.

Tabel 4.32 Hasil Uji t Hubungan Tidak Langsung DER terhadap ROE melalui
WACC

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.273486	1.298251	2.521459	0.0120
LN_DER	0.071958	0.038110	1.888161	0.0596
LN_WACC	0.004946	0.025346	0.195140	0.8454
SIZE	0.034116	0.075557	0.451531	0.6518
AGE	-0.016552	0.012083	-1.369850	0.1714

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.32 menyajikan hasil uji *path analysis* hubungan langsung antara DER terhadap ROE melalui WACC. Berdasarkan uji regresi tersebut, berikut ini merupakan hasil uji hipotesis:

1. Hasil koefisien jalur pada tabel 4.32 diketahui bahwa variable DER memiliki nilai *t-Statistic* sebesar 1.888161 dengan *Coefficient* sebesar 0.071958 dan nilai *Prob.* (Signifikansi) sebesar 0.0596 (>0.05), maka bisa disimpulkan bahwa variabel DER tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel ROE.
2. Hasil koefisien jalur pada tabel 4.32 diketahui bahwa variable WACC memiliki nilai *t-Statistic* sebesar 0.195140 dengan *Coefficient* sebesar 0.004946 dan nilai *Prob.* (Signifikansi) sebesar 0.8454 (>0.05), maka bisa disimpulkan bahwa variabel WACC tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel ROE.
3. Hasil koefisien jalur pada tabel 4.32 diketahui bahwa variable *SIZE* memiliki nilai *t-Statistic* sebesar 0.451531 dengan *Coefficient* sebesar 0.034116 dan nilai *Prob.* (Signifikansi) sebesar 0.6518 (>0.05), maka bisa disimpulkan bahwa variabel *SIZE* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel ROE.
4. Hasil koefisien jalur pada tabel 4.32 diketahui bahwa variable *AGE* memiliki nilai *t-Statistic* sebesar -1.369850 dengan *Coefficient* sebesar -0.016552 dan nilai *Prob.* (Signifikansi) sebesar 0.1714 (>0.05), maka bisa disimpulkan bahwa variabel *AGE* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel ROE.

Tabel 4.33 Ringkasan Hasil Uji t Hubungan Langsung

		<i>Coefficient</i>	<i>Prob.</i>	Keterangan
ROA	DER → ROA	-0.027798	0.2886	Ditolak
	SIZE → ROA	0.033728	0.1590	Ditolak
	AGE → ROA	0.001758	0.4501	Ditolak
ROE	DER → ROE	0.037155	0.1972	Ditolak
	SIZE → ROE	0.023616	0.3311	Ditolak
	AGE → ROE	-0.001889	0.4135	Ditolak
WACC	DER → WACC	-0.205862	0.0003	Diterima
	SIZE → WACC	-0.022312	0.6763	Ditolak
	AGE → WACC	0.004600	0.3840	Ditolak

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

Tabel 4.34 Ringkasan Hasil Uji t Hubungan Tidak Langsung

		<i>Coefficient</i>	<i>Prob.</i>	Keterangan
ROA	DER → ROA	0.006788	0.8357	Ditolak
	WACC → ROA	0.026298	0.2274	Ditolak
	SIZE → ROA	-0.049781	0.4432	Ditolak
	AGE → ROA	0.012277	0.2372	Ditolak
ROE	DER → ROE	0.071958	0.0596	Ditolak
	WACC → ROE	0.004946	0.8454	Ditolak
	SIZE → ROE	0.034116	0.6518	Ditolak
	AGE → ROE	-0.016552	0.1714	Ditolak

Sumber: *Output Eviews 12 (SV)*

4.6.1.1 Perhitungan Pengaruh Langsung dan Tidak Langsung

1. Pengaruh Langsung

- a. Pengaruh variabel DER terhadap ROA

$$\text{DER} \rightarrow \text{ROA} = -0,027798$$

- b. Pengaruh variabel DER terhadap ROE

$$\text{DER} \rightarrow \text{ROE} = 0,037155$$

- c. Pengaruh variabel DER terhadap WACC

$$\text{DER} \rightarrow \text{WACC} = -0,205862$$

2. Pengaruh Tidak Langsung

- a. Pengaruh variabel DER terhadap ROA melalui WACC

$$\text{DER} \rightarrow \text{WACC} \rightarrow \text{ROA} = -0,205862 \times 0,026298 = -0,005414$$

- b. Pengaruh variabel DER terhadap ROE melalui WACC

$$\text{DER} \rightarrow \text{WACC} \rightarrow \text{ROE} = -0,205862 \times 0,004946 = -0,001018$$

Tabel 4.35 Ringkasan Koefisien Jalur Pengaruh Langsung dan Pengaruh Tidak

Langsung

Pengaruh Variabel	Langsung	Tidak Langsung	Total
DER $\rightarrow$ ROA	-0,027798	0	-0,027798
DER $\rightarrow$ ROE	0,037155	0	0,037155
DER $\rightarrow$ WACC	-0,205862	0	-0,205862
DER $\rightarrow$ WACC $\rightarrow$ ROA	-0,205862	0,026298	-0,005414

DER → WACC → ROE	-0,205862	0.004946	-0,001018
------------------	-----------	----------	-----------

3. Pengujian pengaruh tidak langsung DER terhadap ROA melalui WACC

Pengaruh langsung variabel DER terhadap WACC sebesar -0,027798. Sementara pengaruh tidak langsung DER terhadap ROA melalui WACC adalah perkalian antara nilai koefisien variabel DER terhadap WACC dengan nilai koefisien WACC terhadap ROA, yaitu $-0,205862 \times 0,026298 = -0,005414$. Maka dapat diketahui bahwa nilai pengaruh langsung sebesar -0,205862 lebih kecil dari pada pengaruh tidak langsung yang sebesar -0,005414. Hasil ini menunjukkan bahwa secara tidak langsung DER melalui WACC berpengaruh secara signifikan terhadap ROA.

4. Pengujian pengaruh tidak langsung DER terhadap ROE melalui WACC

Pengaruh langsung variabel DER terhadap WACC sebesar -0,027798. Sementara pengaruh tidak langsung DER terhadap ROE melalui WACC adalah perkalian antara nilai koefisien variabel DER terhadap WACC dengan nilai koefisien WACC terhadap ROE, yaitu $-0,205862 \times 0.004946 = -0,001018$. Maka dapat diketahui bahwa nilai pengaruh langsung sebesar -0,205862 lebih kecil dari pada pengaruh tidak langsung yang sebesar 0,001018. Hasil ini menunjukkan bahwa secara tidak langsung DER melalui WACC berpengaruh secara signifikan terhadap ROE.

4.6.2 Pengujian Sobel

Sobel test digunakan untuk menguji signifikansi peran variabel mediasi dalam menjembatani hubungan antara variabel independen dan dependen dalam suatu penelitian. Metode statistik ini mengacu pada pendekatan yang dikembangkan oleh Baron dan Kenny pada tahun 1986 untuk menganalisis efek mediasi secara empiris.

Tabel 4.36 Hasil Uji Sobel

	a	b	<i>Sa</i>	<i>Sb</i>	<i>Test statistic</i>	<i>P-Value</i>
ROA	-0.205862	0.026298	0.056913	0.021759	-1.146307	0.251668
ROE	-0.205862	0.004946	0.056913	0.025346	-0.194856	0.845506

Keterangan:

- a : Nilai *original sample* (O) yang menunjukkan hubungan antara variabel independen dengan variabel mediasi/intervening.
- b : Nilai *original sample* (O) yang merepresentasikan hubungan antara variabel mediasi/intervening dengan variabel dependen.
- Sa* : Nilai galat baku (*standard error*) dari hubungan antara variabel independen dan variabel mediasi.
- Sb* : Nilai galat baku (*standard error*) dari hubungan antara variabel mediasi dan variabel dependen.

Nilai mediasi bisa dikatakan memediasi jika hasil *sobel test statistic* $> 1,96$ dan *P-Value* $< 0,05$. Tabel 4.36 menunjukkan bahwa hasil untuk variabel dependen ROA adalah sebesar -1.146307 (*t-statistic*) dan 0.251668 (*P-Value*), di mana nilai *t-statistic* lebih kecil dari 1,96 dan nilai *P-Value* lebih besar dari 0,05. Sehingga variabel mediasi dalam penelitian ini, yaitu WACC tidak mampu memediasi hubungan antara DER dan ROA. Begitu pula dengan hasil untuk variabel dependen ROE adalah sebesar -0.194856 (*t-statistic*) dan 0.845506 (*P-Value*), di mana nilai *t-statistic* lebih kecil dari 1,96 dan nilai *P-Value* lebih besar dari 0,05. Sehingga variabel mediasi dalam penelitian ini, yaitu WACC tidak mampu memediasi hubungan antara DER dan ROE.

4.7 Pembahasan

4.7.1 Pengaruh DER Terhadap ROA

Hipotesis 1 (H1) menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan (ROA). Berdasarkan hasil uji koefisien regresi model jalur pada tabel 4.28, menunjukkan nilai *Prob.* variabel struktur modal (DER) terhadap kinerja keuangan (ROA) sebesar 0,2886 ($>0,05$) dan nilai koefisien sebesar -0.027798, artinya struktur modal (DER) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kinerja keuangan (ROA), sehingga hipotesis 1 (H1) ditolak. Hasil ini menunjukkan bahwa peningkatan struktur modal yang diukur dengan DER tidak secara signifikan memengaruhi kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan ROA. Meskipun arah hubungannya negatif, artinya semakin tinggi DER cenderung menurunkan ROA, namun pengaruh tersebut tidak cukup kuat secara

statistik. Hal ini bisa disebabkan oleh penggunaan utang yang belum optimal atau tidak diimbangi dengan peningkatan efisiensi aset dalam menghasilkan laba.

Hasil penelitian ini sesuai dengan teori *pecking order*, yang menyatakan bahwa perusahaan akan lebih mengutamakan pendanaan internal dibandingkan eksternal, seperti utang. Ketika perusahaan cenderung tidak bergantung pada utang dalam struktur modalnya, maka fluktuasi dalam DER tidak memberikan dampak yang signifikan terhadap kinerja keuangan, yang dalam hal ini diukur dengan ROA. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan mungkin lebih berhati-hati dalam mengambil utang untuk menghindari beban bunga yang dapat menekan profitabilitas.

Penelitian ini sejalan dengan temuan dari Ad'hani et al. (2024) yang meneliti perusahaan sub sektor pertambangan batu bara yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa struktur modal yang diukur dengan DER memiliki pengaruh negatif terhadap ROA, namun tidak signifikan secara statistik. Hal ini memperkuat temuan bahwa dalam konteks perusahaan tertentu, penggunaan utang belum tentu berdampak langsung pada profitabilitas, terutama jika perusahaan lebih mengandalkan pendanaan dari modal sendiri.

4.7.2 Pengaruh DER Terhadap ROE

Hipotesis 2 (H2) menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan (ROE). Berdasarkan hasil uji koefisien regresi model jalur pada tabel 4.29, menunjukkan nilai *Prob.* variabel struktur modal (DER) terhadap kinerja keuangan (ROE) sebesar 0,1972 ($>0,05$) dan nilai koefisien

sebesar 0,037155, artinya struktur modal (DER) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kinerja keuangan (ROA), sehingga hipotesis 2 (H2) ditolak. Hasil ini menunjukkan bahwa peningkatan DER tidak berpengaruh signifikan terhadap ROE. Arah hubungan positif, namun secara statistik tidak kuat. Penggunaan utang belum efisien dalam meningkatkan laba bersih pemilik. Beban bunga dan kewajiban jangka panjang cenderung menekan laba, sehingga ROE tetap rendah meskipun leverage naik.

Hasil penelitian ini sejalan dengan teori *Pecking Order*, yang menyatakan bahwa perusahaan lebih memilih pendanaan internal terlebih dahulu daripada utang. Fluktuasi dalam DER tidak memberikan dampak signifikan terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan ROE. Perusahaan cenderung lebih berhati-hati dalam mengandalkan utang sebagai sumber pendanaan. Beban bunga yang ditanggung dapat menekan profitabilitas dan memengaruhi ROE.

Penelitian ini konsisten dengan temuan dari Jacob & Ajina (2020) yang menyatakan bahwa rasio utang terhadap ekuitas (DER) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap ROE pada perusahaan farmasi di Bursa Efek India. Penggunaan utang yang lebih tinggi dalam struktur modal tidak selalu berhubungan langsung dengan peningkatan profitabilitas pemegang saham. Perusahaan mungkin lebih mengandalkan sumber pendanaan internal, seperti laba ditahan, yang tidak memicu beban bunga tambahan. Temuan ini memperkuat argumen bahwa penggunaan utang dalam struktur modal harus dilakukan dengan hati-hati, mengingat adanya risiko terkait biaya bunga dan dampaknya terhadap kinerja keuangan jangka panjang perusahaan.

4.7.3 Pengaruh DER Terhadap WACC

Hipotesis 3 (H3) menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh signifikan terhadap biaya modal (WACC). Berdasarkan hasil uji koefisien regresi model jalur pada tabel 4.30, menunjukkan nilai *Prob.* variabel struktur modal (DER) terhadap kinerja keuangan (ROE) sebesar 0,0003 ($<0,05$) dan nilai koefisien sebesar -0,205862, artinya struktur modal (DER) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap biaya modal (WACC), sehingga hipotesis 3 (H3) diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap WACC. Peningkatan DER meningkatkan biaya modal perusahaan karena meningkatnya beban bunga. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan utang yang lebih tinggi meningkatkan biaya pembiayaan, yang berdampak pada efisiensi modal perusahaan.

Hasil ini sesuai dengan teori *Trade-Off*, yang menyatakan bahwa peningkatan penggunaan utang dapat meningkatkan biaya modal karena beban bunga yang harus dibayar. Meskipun utang dapat memberikan keuntungan pajak, peningkatan DER berpotensi meningkatkan risiko keuangan, yang pada gilirannya meningkatkan biaya modal (WACC).

Hasil ini sejalan dengan temuan Bala et al. (2024), yang menunjukkan bahwa peningkatan rasio utang dapat meningkatkan biaya modal (WACC) secara signifikan. Penelitian tersebut menemukan bahwa rasio utang yang tinggi menyebabkan peningkatan biaya modal, karena perusahaan harus membayar bunga lebih tinggi, yang pada gilirannya mengurangi efisiensi penggunaan modal dan mempengaruhi kinerja keuangan.

4.7.4 Pengaruh WACC Dalam Memediasi Hubungan DER Terhadap ROA

Hipotesis 4 (H4) menyatakan bahwa biaya modal (WACC) memediasi hubungan antara struktur modal (DER) terhadap kinerja keuangan (ROA). Berdasarkan hasil uji sobel pada tabel 4.36, menunjukkan nilai *P-Value* sebesar 0,251998 ($>0,05$), artinya biaya modal (WACC) tidak mampu memediasi hubungan struktur modal (DER) terhadap kinerja keuangan (ROA), sehingga hipotesis 4 (H4) ditolak. Ketidaksignifikanan pengaruh tidak langsung ini mengindikasikan bahwa WACC belum mampu menjadi jalur yang kuat dalam menjelaskan pengaruh struktur modal terhadap kinerja operasional perusahaan. Efisiensi modal belum tercermin dari tingginya DER, sehingga upaya peningkatan kinerja ROA melalui pengelolaan struktur pembiayaan masih belum efektif.

Koefisien pengaruh tidak langsung yang dihitung dari *path analysis* sebesar -0,005414, diperoleh dari hasil perkalian antara pengaruh DER terhadap WACC (-0,205862) dan WACC terhadap ROA (0,026298). Arah hubungan negatif menunjukkan bahwa ketika DER meningkat, WACC cenderung menurun, namun penurunan WACC justru diikuti oleh penurunan ROA. Efisiensi biaya modal tidak berhasil mendorong peningkatan profitabilitas aset.

Hasil ini sesuai dengan *Trade-Off Theory*, di mana perusahaan berupaya mencari struktur modal yang optimal dengan mempertimbangkan manfaat dan biaya dari penggunaan utang. Ketidaksignifikanan pengaruh DER terhadap ROA melalui WACC menunjukkan bahwa perusahaan belum mencapai keseimbangan yang tepat dalam struktur modalnya. Meskipun penggunaan utang memberikan manfaat berupa pengurangan pajak bunga, peningkatan DER tanpa pengelolaan

yang efisien terhadap beban bunga dapat menyebabkan dampak negatif pada profitabilitas perusahaan. Hasil penelitian ini menekankan pentingnya efisiensi dalam pengelolaan struktur pembiayaan untuk memastikan bahwa peningkatan DER dapat diimbangi dengan pengelolaan biaya modal yang efektif sehingga mendukung peningkatan kinerja keuangan (ROA).

Hasil ini sejalan dengan temuan Jacob & Ajina (2020), yang menunjukkan bahwa peningkatan biaya modal (WACC) menyebabkan penurunan ROA, menandakan bahwa biaya modal memperburuk dampak negatif rasio utang terhadap kinerja keuangan.

4.7.5 Pengaruh WACC Dalam Memediasi Hubungan DER Terhadap ROE

Hipotesis 5 (H5) menyatakan bahwa biaya modal (WACC) memediasi hubungan antara struktur modal (DER) terhadap kinerja keuangan (ROE). Berdasarkan hasil uji Sobel pada tabel 4.36, nilai P-Value sebesar 0,845506 ($>0,05$) menunjukkan bahwa biaya modal (WACC) tidak mampu menjadi mediator yang signifikan dalam hubungan antara struktur modal (DER) dan kinerja keuangan (ROE). Dengan demikian, hipotesis 5 (H5) ditolak. Ketidaksignifikanan pengaruh tidak langsung ini menunjukkan bahwa biaya modal (WACC) belum dapat berfungsi sebagai mekanisme yang efektif dalam menjelaskan bagaimana struktur modal memengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Tingginya DER tidak secara optimal tercermin pada efisiensi biaya modal, sehingga strategi pembiayaan perusahaan belum mampu menghasilkan peningkatan kinerja keuangan (ROE) secara efektif.

Koefisien pengaruh tidak langsung yang dihitung melalui analisis jalur adalah sebesar -0,001018, yang merupakan hasil perkalian antara pengaruh DER terhadap WACC (-0,205862) dan pengaruh WACC terhadap ROE (0,001018). Arah hubungan yang negatif menunjukkan bahwa peningkatan DER menyebabkan penurunan WACC, tetapi penurunan WACC tersebut justru diikuti oleh penurunan ROE. Hal ini mengindikasikan bahwa efisiensi biaya modal belum mampu mendorong peningkatan profitabilitas ekuitas.

Hasil ini sesuai dengan *Trade-Off Theory*, yang menjelaskan bahwa perusahaan perlu mencapai struktur modal yang optimal dengan mempertimbangkan manfaat dan biaya dari penggunaan utang. Ketidaksignifikanan pengaruh DER terhadap ROE melalui WACC mengindikasikan bahwa perusahaan belum mampu menyeimbangkan proporsi utang dan ekuitas secara efisien dalam mendukung kinerja keuangan. Meskipun peningkatan DER dapat menurunkan biaya modal, hasil ini menunjukkan bahwa penurunan WACC tidak diikuti oleh peningkatan ROE. Hal ini menunjukkan bahwa pengelolaan struktur pembiayaan belum efektif dalam meningkatkan profitabilitas ekuitas. Temuan penelitian ini menegaskan pentingnya manajemen struktur modal yang strategis agar peningkatan DER dapat sejalan dengan optimalisasi biaya modal, sehingga mendukung pencapaian kinerja keuangan yang lebih baik.

Hasil ini sejalan dengan temuan Momčilović et al. (2021), menunjukkan bahwa hubungan antara WACC dan ROE bersifat negatif tetapi sangat lemah, menegaskan bahwa efisiensi pengelolaan modal sangat memengaruhi kinerja keuangan. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian ini, di mana WACC tidak mampu

memediasi hubungan antara DER dan ROE secara signifikan. Temuan ini menegaskan bahwa tanpa pengelolaan struktur modal dan biaya modal yang efektif, pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan perusahaan menjadi tidak optimal.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini memiliki tujuan untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh Struktur Modal terhadap Kinerja Keuangan dengan dimediasi oleh Biaya Modal para perusahaan sektor Kesehatan yang ada di Kawasan ASEAN tahun 2017-2023. Sampel terdiri dari 91 perusahaan. Menurut hasil pengujian penelitian yang telah dilakukan menghasilkan Kesimpulan sebagai berikut:

1. Struktur modal (DER) berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja keuangan (ROA) pada perusahaan kesehatan di kawasan ASEAN periode 2017-2023.
2. Struktur modal (DER) berpengaruh tidak signifikan terhadap kinerja keuangan (ROE) pada perusahaan kesehatan di kawasan ASEAN periode 2017-2023.
3. Struktur modal (DER) berpengaruh *negative* dan signifikan terhadap biaya modal (WACC) pada perusahaan kesehatan di kawasan ASEAN periode 2017-2023.
4. Biaya modal (WACC) tidak mampu memediasi hubungan antara struktur modal (DER) terhadap kinerja keuangan (ROA) pada perusahaan kesehatan di kawasan ASEAN periode 2017–2023. Hubungan tidak langsung yang terbentuk melalui WACC tidak signifikan, yang menunjukkan bahwa

efisiensi biaya modal belum mampu menjembatani dampak struktur modal terhadap profitabilitas aset (ROA).

5. Biaya modal (WACC) tidak mampu memediasi hubungan antara struktur modal (DER) terhadap kinerja keuangan (ROE) pada perusahaan kesehatan di kawasan ASEAN periode 2017–2023. Pengaruh tidak langsung melalui WACC tidak signifikan, yang menandakan bahwa strategi pembiayaan perusahaan belum mampu menghasilkan efisiensi modal yang berkontribusi terhadap peningkatan profitabilitas ekuitas (ROE).

5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki keterbatasan yang dapat memengaruhi hasil penelitian, keterbatasan tersebut antara lain:

1. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini terbatas hanya pada *Debt to Equity Ratio* (DER) sebagai proksi dari struktur modal.
2. Variabel dependen dibatasi pada pengukuran kinerja keuangan menggunakan dua rasio profitabilitas, yaitu *Return on Assets* (ROA) dan *Return on Equity* (ROE).
3. Penelitian ini hanya memasukkan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) sebagai variabel mediasi untuk melihat peran biaya modal dalam hubungan antara struktur modal dan kinerja keuangan.
4. Variabel kontrol dibatasi pada ukuran perusahaan dan umur perusahaan, sehingga faktor eksternal lainnya seperti kondisi makroekonomi, suku bunga, atau peraturan industri tidak dianalisis lebih lanjut.

5. Penelitian ini dibatasi pada perusahaan sektor kesehatan yang terdaftar di kawasan ASEAN selama periode 2017–2023, sehingga hasilnya tidak dapat digeneralisasikan ke semua sektor industri maupun di luar kawasan tersebut.
6. Data yang digunakan bersumber dari *database* OSIRIS dan hanya meliputi perusahaan dengan data laporan keuangan lengkap selama periode yang diteliti, sehingga perusahaan dengan data tidak lengkap dikeluarkan dari sampel.

5.3 Saran

Saran yang diberikan penulis untuk peneliti selanjutnya yang akan meneliti topik atau variabel yang serupa adalah sebagai berikut:

1. Peneliti selanjutnya disarankan untuk menambahkan variabel-variabel independen lain yang belum diteliti dalam penelitian ini, seperti *long term debt to equity*, *total debt to assets*, atau struktur kepemilikan, untuk memperoleh hasil yang lebih komprehensif terkait pengaruh struktur modal terhadap kinerja keuangan.
2. Peneliti selanjutnya disarankan untuk menambahkan indikator kinerja keuangan lainnya seperti EPS (*Earnings per Share*), *Tobin's Q*, dan *Net Profit Margin* (NPM), agar hasil penelitian dapat menggambarkan kinerja dari sisi profitabilitas maupun penilaian pasar.
3. Peneliti selanjutnya disarankan untuk menggunakan pendekatan biaya modal yang lebih rinci, seperti pemisahan antara *cost of equity* dan *cost of debt*, agar efek mediasi dapat dianalisis secara lebih akurat.

4. Peneliti selanjutnya disarankan untuk melakukan penelitian pada objek perusahaan yang berbeda, seperti perusahaan sektor pertambangan, sektor manufaktur, atau indeks LQ45, sehingga hasil penelitian dapat dibandingkan antar sektor.
5. Peneliti selanjutnya disarankan untuk memperluas cakupan wilayah penelitian dengan tidak hanya terbatas pada perusahaan di ASEAN, melainkan melibatkan perusahaan lintas kawasan agar hasilnya lebih general dan mewakili kondisi global.

DAFTAR PUSTAKA

- Ad'hani, F. I., Makhdalena, & Trisnawati, F. (2024). Pengaruh Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan terhadap Kinerja Keuangan. *JIIP - Jurnal Ilmiah Ilmu Pendidikan*, 7(7), 6525–6530. <https://doi.org/10.54371/jiip.v7i7.5215>
- Asiah, N., Sapruwan, M., & Irwanti, L. A. (2024). The Effect of Company Size, Profitability and Company Age on the Timeless of Financial Reporting. *International Journal of Asian Business and Management*, 3(2), 121–130. <https://doi.org/10.55927/ijabm.v3i2.7564>
- Bala, A., Kofar-Mata, B. A., & Kurfi, A. K. (2024). Weighted Average Cost of Capital , Capital Structure and Financial Performance : Evidence from Listed Consumer Goods in Nigeria Original Research Article Weighted Average Cost of Capital , Capital Structure and Financial Performance : Evidence from Listed. *Global Journal of Research in Business Management*, 4(2), 1–9. <https://doi.org/10.5281/zenodo.10783332>
- Budhiarjo, I. S. (2023). *Manajemen Keuangan*. Widina Bhakti Persada. http://scioteca.caf.com/bitstream/handle/123456789/1091/RED2017-Eng-8ene.pdf?sequence=12&isAllowed=y%0Ahttp://dx.doi.org/10.1016/j.regsciu rbeco.2008.06.005%0Ahttps://www.researchgate.net/publication/305320484 _SISTEM_PEMBETUNGAN_TERPUSAT_STRATEGI_MELESTARI
- Fitriana, A. (2024). Analisis Laporan Keuangan. In *Akademi Keuangan & Perbankan Riau (AKBAR) Pekanbaru* (Issue July). CV. Malik Rizki Amanah.
- Gemilang, M. R., & Wiyono, S. (2021). Good Corporate Governance, Struktur Modal, Leverage Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Ekonomi Trisakti*, 2(2), 529–542. <https://doi.org/10.25105/jet.v2i2.14048>
- Ghozali, I. (2021). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 26* (10th ed.). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gideon, A. (2024). *Kimia Farma Rugi Triliunan, Ternyata Ini Penyebabnya*. <https://www.liputan6.com/bisnis/read/5613269/kimia-farma-rugi-triliunan-ternyata-ini-penyebabnya?page=2>
- Hartini, Trimurti, C. P., & Laan, R. (2024). *Metode Penelitian Kuantitatif*. Penerbit Lakeisha.
- Jacob, T., & Ajina, V. S. (2020). Capital Structure and Financial Performance of Pharmaceutical Companies in Indian Stock Exchange. *Asian Journal of Managerial Science*, 9(2), 24–30. <https://doi.org/10.51983/ajms-2020.9.2.1641>
- Lusia, M. G., & Effriyanti. (2024). Pengaruh Penerapan Green Accounting, Kinerja Lingkungan dan Struktur Modal Terhadap Kinerja Keuangan.

- MANTAP: Journal of Management Accounting, Tax and Production*, 2(2), 1059–1073. <https://doi.org/10.57235/mantap.v2i2.3545>
- Martono, A., & Ramdani, E. (2024). Faktor-faktor yang Berpengaruh pada Struktur Modal dan Kaitan dengan Teori Pecking Order & Trade-off : Systematic Literature Review. *Jurnal Ekonomi Efektif*, 6(3), 533–544. <https://doi.org/10.32493/JEE.v6i3.40623>
- Momčilović, M., Vlaović-Begović, S., & Jovin, S. (2021). Research of the relationship between the weighted average cost of capital and selected profitability ratios of companies in the Republic of Serbia. *International Journal of Economic Practice and Policy*, 18(2), 141–155. <https://doi.org/10.5937/skolbiz2-34714>
- Murhadi, W. R. (2013). *Analisis Laporan Keuangan, Proyeksi dan Valuta Asing*. Salemba Empat.
- Napitupulu, R. B., Simanjuntak, T. P., Hutabarat, L., Damanik, H., Harianja, H., Sirait, R. T. M. S., & Tobing, C. E. R. L. (2021). *Penelitian Bisnis: Teknik dan Analisa Data dengan SPSS - STATA - EVIEWS* (1st ed.). Madenatera. https://scholar.google.co.id/citations?view_op=view_citation&hl=id&user=T1nJQ0cAAAAJ&citation_for_view=T1nJQ0cAAAAJ:D03iK_w7-QYC
- Olimsar, F., Elisabeth, C. R., Ulum, B., Pattiasina, V., & Waoma, S. (2023). *Analisis Rasio Keuangan Terhadap Return Saham*. 08(01). <https://doi.org/10.29040/jie.v8i1.10637>
- Peace, O. B., & Onyenania, C. J. (2025). Capital Structure's Impact on Financial Performance in A Selected Bank in Nigeria. *Journal of Investment, Banking and Finance*, 3(1), 1–11. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.33140/JIBF.03.01.05>
- Purwanza, S. W., Aditya, W., Ainul, M., Yuniarti, R. R., Adrianus, K. H., Jan, S., Darwin, Atik, B., Siskha, P. S., Maya, F., Rambu, L. K. R. N., Amruddin, Gazi, S., Tati, H., Sentalia, B. T., Rento, D. P., & Rasinus. (2022). Metodologi Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan Kombinasi. In *Media Sains Indonesia*. Media Sains Indonesia.
- Putra, R. P., & Alfinuha, S. (2024). Analisis Dampak Pandemi Covid-19 Terhadap Kinerja Laporan Keuangan Perusahaan Sektor Kesehatan, Industri, Dan Barang Konsumen Primer. *Jurnal Ilmiah Cendekia Akuntansi*, 9(1), 94–106. <https://doi.org/10.32503/cendekiaakuntansi.v9i1.4810>
- Sriwiyanti, E., Damanik, E. O. P., & Martina, S. (2021). Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Kinerja Keuangan Perusahaan Properti dan Real Estate di BEI. *Jurnal Ekonomi, Manajemen, Dan Bisnis*, 5(2), 184–193. <https://doi.org/10.31294/eco.v5i2.11179>
- Sugiyono. (2022). *Metode Penelitian Kualitatif (Untuk penelitian yang bersifat: eksploratif, enterpretif, interaktif dan konstruktif)*. Al.

<http://belajarpsikologi.com/metode-penelitian-kualitatif/>

- Suleman, D., Marginingsih, R., & Susilowati, I. H. (2019). *Manajemen Keuangan* (1st ed.). Graha Ilmu.
- Wijaya, Y., Hutagalung, D., Amri, W. A. A., & Marusaha, T. J. (2025). Pengaruh Current Ratio dan Debt To Equity Ratio Terhadap Return On Equity Pada PT. Aneka Tambang Tbk. Periode 2010-2020. *Inovasi Jurnal Ekonomi Dan Akuntansi*, 3(1), 19–28. <https://doi.org/10.59696/investasi.v3i1.87>
- Wikartika, I., & Fitriyah, Z. (2018). Pengujian Trade Off Theory dan Pecking Order Theory di Jakarta Islamic Index. *BISMA (Bisnis Dan Manajemen)*, 10(2), 90–101. <https://doi.org/10.26740/bisma.v10n2.p90-101>
- Wikipedia. (2024). *Industri Perawatan Kesehatan*. https://en.wikipedia.org/wiki/Healthcare_industry

LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar Nama Perusahaan Sampel

No	Kode Perusahaan	Nama Perusahaan
1	5225	Ihh Healthcare Berhad
2	BDMS	Bangkok Dusit Medical Services Pcl
3	KLBF	Pt Kalbe Farma Tbk
4	EPMT	Pt Enseval Putera Megatrading Tbk
5	TSPC	Pt Tempo Scan Pacific Tbk
6	BH	Bumrungrad Hospital Pcl
7	SILO	Pt Siloam International Hospitals Tbk
8	KAEF	Pt Kimia Farma (Persero) Tbk
9	BSL	Raffles Medical Group Limited
10	MEGA	Mega Lifesciences Pcl
11	HARTA	Hartalega Holdings Berhad
12	HEAL	Pt Medikaloka Hermina Tbk
13	BCH	Bangkok Chain Hospital Pcl
14	RAM	Ramkhamhaeng Hospital Pcl
15	THG	Thonburi Healthcare Group Public Company Limited
16	MIKA	Pt Mitra Keluarga Karyasehat Tbk
17	VIBHA	Vibhavadi Medical Center Pcl
18	CHG	Chularat Hospital Pcl

19	DHG	Cong Ty Co Phan Duoc Hau Giang
20	APEX	Apex Healthcare Berhad
21	M-CHAI	Mahachai Hospital Pcl
22	H02	Haw Par Corporation Limited
23	SCPI	Pt Organon Pharma Indonesia Tbk
24	SKR	Sikarin Pcl
25	PRINC	Principal Capital Pcl
26	DPHARMA	Duopharma Biotech Berhad
27	CMR	Chiang Mai Ram Medical Business Pcl
28	VMD	Vimedimex Medi-Pharma Joint Stock Company
29	PRDA	Pt Prodia Widyahusada Tbk
30	IJ5	Hyphens Pharma International Limited
31	DVLA	Pt Darya-Varia Laboratoria Tbk
32	SAME	Pt Sarana Meditama Metropolitan Tbk
33	TRA	Traphaco Joint Stock Company
34	TOG	Thai Optical Group Pcl
35	8K7	Ug Healthcare Corporation Limited
36	DHT	Cong Ty Co Phan Duoc Pham Ha Tay
37	IMP	Imexpharm Corporation
38	VIH	Srivichaivejvivat Pcl
39	YSPSAH	Y.S.P. Southeast Asia Holding Berhad
40	569	Vicplas International Ltd

41	TMCLIFE	Tmc Life Sciences Berhad
42	DMC	Cong Ty Co Phan Xuat Nhap Khau Y Te Domesco
43	LPH	Ladprao General Hospital Pcl
44	RJH	Rajthanee Hospital Pcl
45	DBD	Cong Ty Co Phan Duoc - Trang Thiet Bi Y Te Binh Dinh
46	PHG	Patrangsit Healthcare Group Public Company Limited
47	MERK	Pt Merck Tbk
48	VMD	Cong Ty Co Phan Duoc Lieu Viet Nam
49	WPH	Wattanapat Hospital Trang Pcl
50	5G3	Talkmed Group Limited
51	FOCUSP	Focus Point Holdings Berhad
52	AHC	Aikchol Hospital Pcl
53	MED	Cong Ty Co Phan Duoc Medipharco
54	MIJ	Alliance Healthcare Group Limited
55	BIZ	Business Alignment Public Company Limited
56	DCL	Cong Ty Co Phan Duoc Pham Cuu Long
57	PYFA	Pt Pyridam Farma Tbk
58	IRRA	Itama Ranoraya Tbk, Pt
59	RHONEMA	Rhone Ma Holdings Berhad
60	VDP	Vidipha Central Pharmaceutical Joint Stock Company
61	EFORL	E For L Aim Pcl
62	EKH	Ekachai Medical Care Pcl

63	DBT	Cong Ty Co Phan Duoc Pham Ben Tre
64	INAF	Pt Indofarma Tbk
65	RPH	Ratchaphruek Hospital Pcl
66	KDH	Thonburi Medical Centre Pcl
67	D	Dental Corporation Pcl
68	1D4	Aoxin Q & M Dental Group Limited
69	SMD	Smd Rise Pcl
70	JVC	Japan Vietnam Medical Instrument Joint Stock Company
71	TNH	Cong Ty Co Phan Tap Doan Benh Vien Tnh
72	TM	Techno Medical Pcl
73	IMH	Intermedical Care And Lab Hospital Public Company Limited
74	WINMED	Winnergy Medical Public Company Limited
75	505	Asiamedic Ltd
76	PRIM	Pt Royal Prima Tbk
77	TW3	Cong Ty Co Phan Duoc Pham Trung Uong 3
78	SPM	Cong Ty Co Phan S.P.M
79	MED	Cong Ty Co Phan Duoc Trung Uong Mediplantex
80	G3	G3 Global Berhad
81	1B1	Hc Surgical Specialists Limited
82	WKC	Wattana Karnpaet Pcl
83	LDC	Ldc Dental Pcl
84	BFQ	Pharmesis International Ltd.

85	OTX	Medinex Limited
86	LDP	Cong Ty Co Phan Duoc Lam Dong - Ladophar
87	BBT	Bach Tuyet Cotton Corporation
88	MKV	Cong Ty Co Phan Duoc Thu Y Cai Lay
89	UC	Ucrest Berhad
90	BKZ	Suntar Eco-City Limited
91	5RE	Asia Vets Holdings Ltd

Lampiran 2 Data Mentah

No	Kode	Th	ROA	ROE	DER	WACC	SIZE	AGE
1	5225	2017	2,99	3,9	50,29	2,86	25,59	43
		2018	1,67	2,31	58,79	3,59	25,78	44
		2019	2,31	1,95	60,37	2,5	25,75	45
		2020	1,27	1,05	64,73	2,13	25,78	46
		2021	5,62	6,86	66,85	1,23	25,77	47
		2022	4,57	5,49	66,22	6,82	25,88	48
		2023	8,07	9,6	55,11	4,4	25,85	49
2	BDMS	2017	19,51	18,24	19,59	15,58	23,53	48
		2018	18,22	16,84	18,64	14,93	23,62	49
		2019	16,79	15,67	21,31	13,89	23,73	50
		2020	16,08	15,63	23,46	12,67	23,84	51
		2021	16,14	16,1	20,69	12,71	23,97	52
		2022	16,37	15,6	23,28	12,75	24,03	53
		2023	13,33	12,24	17,03	12,76	24,02	54
3	KLBF	2017	9,22	10,62	44,73	7,96	22,73	51
		2018	10,43	11,96	43,8	7,07	22,84	52
		2019	9,21	9,74	42,02	7,9	22,89	53
		2020	9,48	10,73	40,43	6,72	22,94	54
		2021	11,14	12,65	42,11	7,47	23	55
		2022	10,54	12,12	45,74	8,72	23,07	56
		2023	8,11	9,54	50,12	8,12	23,12	57
4	EPMT	2017	10,01	11,19	46,3	8,38	22,73	44
		2018	9,25	9,74	44,86	7,74	22,79	45
		2019	9,51	9,88	44,58	7,14	22,85	46
		2020	11,69	12,95	42,77	7,54	22,93	47
		2021	11,39	12,43	40,27	9,58	22,99	48
		2022	11,74	13,89	50,04	9,51	23,15	49
		2023	14,17	15,08	40,3	9,7	23,15	50
5	TSPC	2017	10,01	11,19	46,3	8,38	22,73	64
		2018	9,25	9,74	44,86	7,74	22,79	65
		2019	9,51	9,88	44,58	7,14	22,85	66
		2020	11,69	12,95	42,77	7,54	22,93	67
		2021	11,39	12,43	40,27	9,58	22,99	68
		2022	11,74	13,89	50,04	9,5	23,15	69
		2023	14,17	15,08	40,3	9,6	23,15	70
6	BH	2017	20,36	25,05	40,58	17,73	23	37
		2018	20,35	23,42	32,03	17,31	23,13	38
		2019	17,32	19,21	29,19	17,34	23,21	39
		2020	5,66	6,16	28,59	14,77	23,15	40
		2021	6,98	6,67	18,38	5,51	22,91	41
		2022	24,94	26,25	21,26	6,43	23,12	42
		2023	29,57	31,77	21,22	20,53	23,3	43

7	SILO	2017	2,63	1,98	20,32	3,05	22,75	21
		2018	2,16	0,26	21,82	1,63	22,76	22
		2019	-1,93	-5,51	29,3	0,43	22,77	23
		2020	3,69	1,93	40,03	-2,79	22,85	24
		2021	10,46	10,75	42,62	1,92	22,95	25
		2022	10,18	10,26	37,07	8,03	22,99	26
		2023	15,17	16,04	36,46	7,86	23,12	27
8	KAEF	2017	7,38	13,49	136,97	6,81	22,53	46
		2018	6,67	14,63	173,24	6,48	23,15	47
		2019	0,21	-0,22	147,58	6,14	23,63	48
		2020	0,42	0,24	147,17	1,21	23,59	49
		2021	2,21	4,22	145,58	1,06	23,6	50
		2022	-0,33	-2,5	147,38	4,15	23,71	51
		2023	-12,44	-20,64	175,08	5,72	23,59	52
9	BSL	2017	8,03	9,88	33,82	7,56	23,05	41
		2018	7,54	9,06	36,7	6,84	23,2	42
		2019	5,91	7,2	49,95	6,43	23,31	43
		2020	6,01	7,44	53,56	4,83	23,43	44
		2021	7,48	8,9	58,23	4,89	23,52	45
		2022	12,49	14,29	49,04	5,72	23,61	46
		2023	7,82	8,7	46,4	9,7	23,61	47
10	MEGA	2017	14,89	22,43	66,27	10,25	22,01	35
		2018	14,63	21,99	68,27	13,02	22,18	36
		2019	12,33	19,14	70,57	12,82	22,3	37
		2020	14	21,18	66,07	11,35	22,42	38
		2021	17,16	25,95	65,38	12,51	22,46	39
		2022	17,72	26,68	66,88	14,81	22,62	40
		2023	16,02	22,04	51,74	15,46	22,57	41
11	5168	2017	20	23,84	31,77	12,43	22,96	29
		2018	18,41	21,39	32,44	16,95	23,07	30
		2019	16,76	18,06	30,31	15,5	23,26	31
		2020	55,54	76,52	37,34	13,36	23,9	32
		2021	73,05	63,77	23,37	42,36	23,8	33
		2022	-4,04	-4,8	13,88	51,13	23,62	34
		2023	0,73	0,27	13,21	-4,38	23,59	35
12	HEAL	2017	8,34	8,8	249,87	9,85	21,93	32
		2018	6,61	7,48	76,02	7,33	22,15	33
		2019	10,01	9,95	82,6	6,75	22,34	34
		2020	14,89	15,4	87,9	8,28	22,57	35
		2021	21,74	25,49	70,85	11,54	22,75	36
		2022	6,32	6,55	62,02	18,52	22,75	37
		2023	8,07	8,85	69,34	6,44	22,9	38
13	BCH	2017	10,96	16,31	114,39	10,08	22,38	33
		2018	12,14	17,7	97,37	9,69	22,45	34

		2019	11,22	16,97	102,28	10,7	22,6	35
		2020	10,32	16,84	116,71	9,95	22,77	36
		2021	35,45	62,43	84,43	9,08	23,14	37
		2022	20,44	21,85	46,53	28,92	22,92	38
		2023	10,62	10,34	29,38	16,56	22,8	39
14	RAM	2017	8,85	12,19	41,08	8,34	22,64	41
		2018	17,21	15,32	16,51	8,53	22,64	42
		2019	8,24	10,99	40,46	15,3	22,86	43
		2020	2,27	4,3	67,71	7,37	23,27	44
		2021	16,5	21,2	51,99	2,31	23,44	45
		2022	6,47	8,6	48,72	15,8	23,67	46
		2023	4,11	5,61	51,57	6,33	23,65	47
15	THG	2017	4,87	8,02	61,69	6,51	22,48	41
		2018	2,7	4	105,45	4,98	22,8	42
		2019	2,91	5,28	131	2,66	22,96	43
		2020	0,24	0,73	143,43	3,1	22,98	44
		2021	7,29	14,9	147,44	0,75	23,04	45
		2022	8,11	15,42	124,55	6,68	23,16	46
		2023	2,09	2,69	118,53	7,7	23,08	47
16	MIKA	2017	18,62	17,73	16,91	17,49	22,27	28
		2018	16,7	14,47	14,37	15,27	22,35	29
		2019	18,01	15,8	16,35	13,17	22,44	30
		2020	18,36	16,33	15,5	14,39	22,58	31
		2021	25,06	21,48	15,79	14,63	22,65	32
		2022	20,04	16,72	12,82	19,99	22,66	33
		2023	17,21	14,39	11,23	15,96	22,72	34
17	VIBHA	2017	8,16	9,34	64,89	6,64	22,58	31
		2018	6,86	7,72	65,83	7,73	22,66	32
		2019	6,11	8,19	89,26	6,48	22,93	33
		2020	3,13	4,26	97,27	5,91	23,02	34
		2021	7,65	13,89	86,32	3,32	23,22	35
		2022	6,2	7,91	69,82	7,56	23,37	36
		2023	4,57	5,03	71,49	5,89	23,25	37
18	CHG	2017	14,07	16,89	42,57	12,68	21,44	31
		2018	13,4	17,57	52,49	11,69	21,66	32
		2019	13,54	18,46	60,85	11,11	21,78	33
		2020	17,27	21,68	47,88	11,11	21,79	34
		2021	50,01	69,87	34,55	14,2	22,23	35
		2022	34,57	35,38	30,72	40,61	22,27	36
		2023	13,12	13,25	29,42	27,85	22,25	37
19	DHG	2017	17,6	22,73	48,15	19,97	21,63	43
		2018	17,4	22,12	33,77	17,76	21,7	44
		2019	17,2	19,48	22,78	17,59	21,64	45
		2020	18,46	21,3	24,65	17,28	21,72	46

		2021	18,71	21,12	21,74	18,53	21,77	47
		2022	21,28	24,45	20,43	18,66	21,96	48
		2023	18,97	22,98	25,91	20,64	22,1	49
20	APEX	2017	12,27	13,55	32,95	8,37	21,14	55
		2018	12,83	16,05	39,72	9,74	21,36	56
		2019	11,37	12,99	37,04	10,88	21,41	57
		2020	11,3	12,54	32,68	9,27	21,5	58
		2021	11,09	12,19	34,19	9,17	21,57	59
		2022	16,15	18,96	33,46	8,84	21,7	60
		2023	37,71	53,9	22,25	13,63	22,05	61
21	M-CHAI	2017	4,36	8,87	104,31	6,44	21,34	30
		2018	3,07	5,2	93,21	4,19	21,65	31
		2019	1,79	3,93	116,8	3,79	21,8	32
		2020	-0,68	2,66	306,11	2,64	22,39	33
		2021	1,19	13,26	303,6	0,01	22,38	34
		2022	3,49	12,25	271,29	3,26	22,42	35
		2023	3,35	8,81	267,53	4,53	22,43	36
22	H02	2017	4,22	4,41	6,06	4,76	24,22	48
		2018	6,34	5,96	3,5	3,76	24,19	49
		2019	6,08	5,99	2,69	5,92	24,23	50
		2020	4,21	3,96	2,22	5,63	24,17	51
		2021	3,54	3,61	2,24	4,06	24,27	52
		2022	4,36	4,39	2,86	3,35	24,48	53
		2023	6,38	6,17	3,37	4,08	24,46	54
23	SCPI	2017	13,34	41,43	279,14	11,22	21,03	45
		2018	11,81	29,57	225,57	9,47	21,22	46
		2019	12,84	20,13	129,77	9,04	21,07	47
		2020	18,06	30,14	92,05	9,11	21,19	48
		2021	13,7	13,15	24,64	14,72	20,92	49
		2022	16,71	17,85	38,17	10,09	21,03	50
		2023	16,84	20,56	69,12	12,9	21,07	51
24	SKR	2017	3,82	4,63	50,44	4,61	21,52	38
		2018	5,44	6,61	46,3	4,15	21,63	39
		2019	5,19	6,34	50,62	5,28	21,72	40
		2020	6,19	8,77	58,16	4,98	21,83	41
		2021	21,85	28,84	44,81	6,42	21,96	42
		2022	14,53	16,21	27,83	18,16	22,11	43
		2023	12,15	12,42	24,19	12,04	22,15	44
25	PRINC	2017	-1,58	-4,12	46,66	-0,47	22,41	17
		2018	-0,85	-1,95	61,94	-1,89	22,58	18
		2019	-1,05	-1,96	50,55	0,04	22,63	19
		2020	-3,2	-5,38	65,31	0	22,7	20
		2021	1,11	0,79	60,36	-2,55	22,73	21
		2022	2,24	2,27	72,25	0,94	22,81	22

		2023	-3,84	-6,94	86,92	2,42	22,81	23
26	DPHARMA	2017	7,34	9,09	46,97	4,77	21,58	39
		2018	7,13	9,92	73,87	6,63	21,8	40
		2019	7,7	10,94	73,63	6,43	21,86	41
		2020	7,2	9,99	64,4	6,71	22,04	42
		2021	7,13	10,36	86,56	6,06	22,1	43
		2022	6,94	10,96	86,49	6,12	22,19	44
		2023	4,7	7,84	95,76	6,39	22,23	45
27	CMR	2017	7,86	8,34	66,99	6,71	22,02	43
		2018	6,59	7,16	66,22	7,27	22,08	44
		2019	4,24	2,92	81,18	6,25	22,27	45
		2020	2,87	3,57	97,12	3,67	22,35	46
		2021	3,54	4,89	98,74	2,8	22,42	47
		2022	5,89	7,01	79,05	3,49	22,59	48
		2023	3,92	2,95	81,18	5,51	22,44	49
28	VMD	2017	0,47	10,17	2678,52	0,97	22,47	33
		2018	0,47	9,57	2760,51	0,83	22,55	34
		2019	0,55	9,4	2550,57	0,64	22,41	35
		2020	0,61	10,49	2183,2	0,48	22,35	36
		2021	0,54	5,55	1288,61	0,52	21,95	37
		2022	1,46	8,53	675,38	0,57	21,49	38
		2023	2,35	6,7	337,71	1,2	20,9	39
29	PRDA	2017	10,64	11,47	35,59	5,21	21,34	44
		2018	11,48	12	23,57	8,51	21,38	45
		2019	13,17	13,05	21,17	9,33	21,42	46
		2020	15,19	15,59	24,81	10,59	21,53	47
		2021	29,19	30,41	16,95	12,22	21,72	48
		2022	17,62	16,08	15,51	23,17	21,71	49
		2023	12,51	11,13	14,72	14	21,72	50
30	IJ5	2017	12,03	31,67	216,2	10,48	20,22	29
		2018	9,34	18,66	91,46	10,52	20,49	30
		2019	9,97	15,69	81,8	7,35	20,53	31
		2020	8,16	13,51	84,72	8,29	20,65	32
		2021	8,39	13,45	80,13	7,18	20,76	33
		2022	12,48	18,18	62,89	7,04	21,02	34
		2023	8,75	12,59	83,36	10,13	21,07	35
31	DVLA	2017	13,78	14,78	46,99	9,93	21,22	41
		2018	16,21	17,32	40,2	9,89	21,24	42
		2019	16,46	17,7	40,11	11,92	21,33	43
		2020	10,78	12,31	49,8	12,12	21,41	44
		2021	10,15	10,78	49,7	8,16	21,46	45
		2022	10,01	10,69	43,14	7,04	21,42	46
		2023	9,38	10,42	45,41	7,44	21,44	47
32	SAME	2017	5,63	7,61	64,52	2,64	21,26	33

		2018	3,23	4,97	90,71	6,52	21,65	34
		2019	-6,28	-9,93	128,43	4,4	21,53	35
		2020	-4,92	-15	96,41	-1,05	21,82	36
		2021	3,15	4,83	11,34	-1,91	22,32	37
		2022	0,34	0,1	29,05	3,94	22,36	38
		2023	0,24	0,31	34,67	0,69	22,4	39
33	TRA	2017	21,37	22,6	34,93	21,33	20,63	45
		2018	13,6	14,04	43,59	17,4	20,73	46
		2019	13,67	13,79	40,56	11,62	20,67	47
		2020	16,15	17,1	40,8	11,75	20,73	48
		2021	19,37	19,8	34,68	13,7	20,77	49
		2022	20,29	20,33	31,56	15,78	20,91	50
		2023	16,98	18,35	42,63	16,22	21,04	51
34	TOG	2017	8,51	9,91	42,7	9,71	20,81	66
		2018	6,01	7,92	39,31	7,07	20,86	67
		2019	4,9	7,25	42,82	6,12	20,9	68
		2020	1,88	3,81	55,62	5,58	21	69
		2021	11,56	16,48	47,56	2,92	20,93	70
		2022	13,08	19,82	56,14	11,02	21,13	71
		2023	11,49	19,56	80,84	12,45	21,32	72
35	41A	2017	3,88	6,48	78,74	10,08	20,28	28
		2018	5,92	10,98	103,43	3,93	20,62	29
		2019	2,79	5,88	128,51	5,82	20,76	30
		2020	15,98	27,45	108,24	3,55	20,87	31
		2021	59,42	95,38	37,75	14,82	21,79	32
		2022	16,93	17,12	22,54	44,88	21,85	33
		2023	-12,33	-9,96	26,94	14,04	21,66	34
36	DHT	2017	15,09	31,6	149,7	12,53	19,76	52
		2018	16,57	30,58	131,57	13,5	19,82	53
		2019	15,26	29,32	136,5	14,91	19,91	54
		2020	13,1	27,82	163,16	13,79	20,15	55
		2021	7,23	12,32	64,28	11,6	20,45	56
		2022	8,39	12,27	83,95	6,67	20,7	57
		2023	6	9,12	72,26	7,52	20,9	58
37	IMP	2017	8,26	10,07	27,11	9,5	20,79	34
		2018	9,79	9,57	17,92	7,19	20,84	35
		2019	10,96	10,6	18,49	8,37	20,83	36
		2020	12,18	12,75	21,15	9,55	20,97	37
		2021	10,41	10,73	27,88	10,73	21,07	38
		2022	12,8	12,12	20,19	8,91	21,14	39
		2023	15,77	15,06	14,78	10,63	21,16	40
38	VIH	2017	8,25	12,11	70,7	9,48	20,44	65
		2018	10,89	15,79	69,74	7,8	20,6	66
		2019	11,13	16,19	70,41	9,76	20,74	67

		2020	9,86	13,79	64,62	9,83	20,81	68
		2021	43,66	62,76	40,21	8,83	21,16	69
		2022	23,52	24,86	23,26	34,97	21,25	70
		2023	9,78	9,39	19,17	19,1	21,21	71
39	7178	2017	8,02	7,08	25,13	8,45	20,93	30
		2018	10,26	9,84	28,48	5,63	21,09	31
		2019	7,37	7,03	29,42	7,61	21,11	32
		2020	6,74	6,45	28,88	5,61	21,18	33
		2021	5,02	4,34	27,25	5,29	21,15	34
		2022	10,06	9,61	25,42	3,69	21,25	35
		2023	10,34	9,58	29,79	7,6	21,28	36
40	569	2017	5,36	5,51	20,72	7,48	20,35	24
		2018	3,04	6,2	25,72	4,68	20,48	25
		2019	4,83	7,1	36,14	5,18	20,55	26
		2020	7,87	8,15	47,65	5,53	20,69	27
		2021	11,02	15,6	55,85	5,83	20,9	28
		2022	8,44	11,79	66,44	9,72	21,07	29
		2023	4,71	5,4	51,51	7,31	21,02	30
41	0101	2017	3,53	3,71	7,71	2,75	21,6	12
		2018	4,13	3,82	8,32	3,39	21,78	13
		2019	4,5	2,79	11,32	3,48	21,77	14
		2020	1,94	1,76	23,1	2,47	21,88	15
		2021	2,61	2,61	34,27	1,42	22,03	16
		2022	2,84	5,12	36,92	1,94	22,06	17
		2023	3,47	4,65	36,53	3,89	22,05	18
42	DMC	2017	19,89	22,62	37,01	15,71	20,49	28
		2018	19,53	21,97	29,71	15,92	20,65	29
		2019	18,98	19,53	22,42	15,64	20,64	30
		2020	15,34	13,98	11,3	15,27	20,61	31
		2021	12,28	11,88	18,73	12,42	20,72	32
		2022	13,61	14,16	25,93	9,96	20,93	33
		2023	12,39	12,3	21,61	11,11	20,9	34
43	LPH	2017	10,88	12,16	32,18	8,1	20,58	24
		2018	10,2	10,55	30,28	9,48	20,51	25
		2019	6,43	7,98	39,92	8,98	20,6	26
		2020	7,14	10,14	54,06	6,17	20,77	27
		2021	21,95	29,47	52,08	6,88	20,83	28
		2022	12,18	16,63	38,68	18,69	21,04	29
		2023	2,94	2,96	43,62	10,79	21,04	30
44	RJH	2017	14,85	14,42	14,09	9,71	20,49	27
		2018	16,74	17,11	43,58	13,6	20,55	28
		2019	29,42	29,23	20,4	14,26	20,47	29
		2020	23,86	28,44	26,52	23,73	20,61	30
		2021	37,92	58,39	70,61	21,79	21,08	31

45	DBD	2022	34,04	47,99	62,94	30,46	21,27	32
		2023	12,91	18,01	72,11	27,81	21,32	33
		2017	13,18	20,47	85,37	10,26	20,65	37
		2018	14,02	18,91	61,04	11,18	20,63	38
		2019	10,74	15,6	73,78	12,03	20,7	39
		2020	13,44	16,43	45,39	9,48	20,59	40
		2021	14,91	17,76	36,73	11,68	20,68	41
		2022	15,75	19,52	39,89	12,55	20,96	42
		2023	16,09	19,3	38,81	13,22	20,97	43
46	PHG	2017	11,88	16,5	61,48	5,72	19,66	33
		2018	9,28	13,65	75,27	9,51	19,93	34
		2019	6,01	10,07	99,3	7,52	20,16	35
		2020	10,09	17,83	133,55	5,4	20,22	36
		2021	27,12	47,88	91,31	8,79	20,26	37
		2022	22,65	33,54	66,49	22,15	20,42	38
		2023	13,74	17,66	20,37	18,63	20,79	39
47	MERK	2017	24,3	24,15	37,63	20,71	20,56	47
		2018	15,68	205,22	143,71	17,36	20,96	48
		2019	13,97	14,07	51,69	11,17	20,62	49
		2020	11,4	11,92	51,78	8,84	20,65	50
		2021	18,56	20,31	50,03	8,02	20,75	51
		2022	22,92	24,95	37,03	13,01	20,76	52
		2023	21,21	22,95	20,35	17,58	20,68	53
48	VMD	2017	0,05	0,32	486,29	1,23	19	1
		2018	0,06	0,19	782,74	2,31	19,46	2
		2019	1,67	12,39	599,61	1,11	19,86	3
		2020	2,97	13,82	288,01	3,94	20,03	4
		2021	5,27	15,38	134,43	5,72	20,27	5
		2022	4,69	10	109,69	7,69	20,62	6
		2023	3,23	6,46	122,59	6,67	20,71	7
49	WPH	2017	2,02	4,04	9,44	12,57	19,77	26
		2018	4,41	5,94	33,84	3,29	20,09	27
		2019	-0,99	-0,11	56,16	4,41	20,22	28
		2020	-2,46	-3,51	89,46	-0,23	20,35	29
		2021	14,91	26,39	91,7	-1,69	20,51	30
		2022	6,46	11,38	112,06	13,39	20,73	31
		2023	4,34	8,67	134,06	5,75	20,87	32
50	5G3	2017	45,15	46,9	17,72	48,24	20,58	4
		2018	37,25	39,64	24,43	36,55	20,69	5
		2019	38,98	46,12	29,85	29,82	20,81	6
		2020	23,71	28,38	32,84	31,22	20,83	7
		2021	25,08	30,21	24,33	18,07	20,86	8
		2022	33,75	35,51	29,12	19,98	20,97	9
		2023	32,66	38,17	37,75	26,81	21,03	10

51	VOCUSP	2017	1,47	-0,87	148,01	-4,57	19,89	28
		2018	8,48	12,95	124,22	-0,85	19,92	29
		2019	7,21	16,57	239,98	6,93	20,39	30
		2020	8,13	16,32	181,41	6,45	20,33	31
		2021	8,9	19,5	207,05	7,53	20,49	32
		2022	17,64	40,41	166,83	7,49	20,69	33
		2023	14,08	27,45	140,02	14,69	20,67	34
52	AHC	2017	9,02	8,85	20,66	10,66	20,41	39
		2018	9,43	9,36	19,25	7,28	20,53	40
		2019	8,67	8,4	17,66	7,61	20,59	41
		2020	4,71	4,49	18,98	6,99	20,61	42
		2021	13,8	14,97	25,62	3,81	20,72	43
		2022	13,72	13,83	19,32	11,1	20,84	44
		2023	9,58	9,11	17,71	11	20,82	45
53	MED	2017	1,62	10,31	20,66	4,44	19,76	18
		2018	2,16	8,43	19,25	4,04	19,51	19
		2019	2,25	11,35	17,66	3,77	19,37	20
		2020	1,92	9,57	18,98	5,94	19,46	21
		2021	3,7	15,21	25,62	5,9	19,42	22
		2022	3,08	5,12	19,32	7,07	19,66	23
		2023	3,53	16,76	17,71	2,34	19,72	24
54	MIJ	2017	8,15	43,51	505,87	4,46	19,22	23
		2018	12,69	57,29	286,23	8,08	19,47	24
		2019	3,52	2,72	117,34	13,32	19,73	25
		2020	6,58	13,09	135,3	2,41	19,96	26
		2021	4,78	7,68	139,23	6,23	20,09	27
		2022	9,59	14	115,92	4,55	20,13	28
		2023	3,32	8,77	173,43	8,73	20,39	29
55	BIZ	2017	6,71	8,04	49,64	11,95	19,58	17
		2018	10,55	14,11	49,83	5,51	19,86	18
		2019	6,56	14,36	157,08	8,39	20,45	19
		2020	2,34	7,29	253,81	5,22	20,68	20
		2021	29,11	59,38	114,92	2,14	20,46	21
		2022	11,86	16,06	71,37	24,21	20,28	22
		2023	17,04	23,42	63,76	10,17	20,32	23
56	DCL	2017	8,05	10,26	54,23	11,43	20,42	13
		2018	1,16	1,57	114,99	7,3	20,82	14
		2019	6,12	10,47	93,63	2,02	20,75	15
		2020	4,77	7,16	85,42	7,29	20,82	16
		2021	6,19	8,63	74,33	5,36	20,82	17
		2022	6,72	9,25	51,28	6,56	21,06	18
		2023	3,43	4,34	56,98	6,74	21,11	19
57	PYFA	2017	6,02	6,65	46,58	4,6	18,89	41
		2018	6,05	7,42	57,29	5,62	19,05	42

		2019	6,56	7,67	52,96	5,8	19,07	43
		2020	12,97	15,66	45,01	5,99	19,25	44
		2021	1,09	3,37	382,48	10,51	20,51	45
		2022	17,3	90,32	243,74	4,03	21,14	46
		2023	-5,47	-21,32	326,04	24,11	21,14	47
58	IRRA	2017	25,9	86,98	187,89	3,35	18,66	14
		2018	31,67	58,13	104,46	18,81	18,73	15
		2019	13,55	22	38,38	23,76	19,6	16
		2020	14,46	25,35	120,88	10,33	20,1	17
		2021	18,53	30,13	55,77	11,52	20,48	18
		2022	8,51	9,74	51,62	14,96	20,41	19
		2023	0,75	1,1	130,59	7,48	20,78	20
59	5278	2017	13,03	14,08	27,86	8	19,89	17
		2018	10,39	9,74	25,69	10,81	19,94	18
		2019	7,6	8,17	38,71	8,06	20,04	19
		2020	6,2	7,03	42,36	6,28	20,3	20
		2021	8,99	8,35	40,71	5,04	20,32	21
		2022	8,68	8,43	34,6	6,86	20,48	22
		2023	8,02	7,22	34,32	7,13	20,47	23
60	VDP	2017	13,99	15,35	35,59	11,82	19,56	14
		2018	10,85	13,13	47,07	11,52	19,77	15
		2019	8,45	10,59	55,9	9,02	19,8	16
		2020	7,05	10,36	64,65	7,4	20,12	17
		2021	7,47	10,67	76,58	6,39	20,27	18
		2022	8,47	12,15	75,9	6,82	20,41	19
		2023	9,2	11,81	49,38	8,14	20,38	20
61	EFORL	2017	-61,06	-122,91	-4166,04	-16,32	21,2	12
		2018	-11,06	-183,61	1062,68	-56,47	21,08	13
		2019	-26,21	-316,79	-2436,82	-6,62	20,84	14
		2020	-47,36	70,68	-309,89	-21,06	20,41	15
		2021	46,38	-465,68	326,89	-36,68	20,39	16
		2022	3,61	11,79	204,91	49,28	20,37	17
		2023	1,00	2,6	160,82	5,25	20,24	18
62	EKH	2017	11,34	10,41	9,38	8,6	19,74	13
		2018	14,84	13,91	12,33	9,24	19,88	14
		2019	18,9	17,66	14,63	12,13	20,04	15
		2020	7,94	7,96	16,9	15,19	19,97	16
		2021	31,88	35,17	20,75	6,69	20,16	17
		2022	30,5	36,32	16,33	25,67	20,75	18
		2023	15,16	14,64	15,54	24,56	20,83	19
63	DBT	2017	5,64	14,03	146,5	6,28	19,74	54
		2018	4,21	8,02	157,46	6,15	19,79	55
		2019	4,35	9,31	200,16	5,3	19,88	56
		2020	1,91	4,66	263,07	5,47	20,12	57

		2021	2,25	6,1	294,37	3,89	20	58
		2022	6,05	17,93	274,83	3,82	20,14	59
		2023	2,7	6,86	245,16	7,43	20,13	60
64	INAF	2017	-3,71	-8,4	190,62	2,23	21,15	99
		2018	-1,75	-6,4	190,42	-0,23	21,09	100
		2019	0,7	1,59	174,08	2,33	21,05	101
		2020	1,06	0,01	298,15	2,97	21,26	102
		2021	0,44	-8,01	295,8	0,01	21,42	103
		2022	-37,08	-182,33	-23521,66	-11,09	21,12	104
		2023	-88,11	177,92	-194,49	-28,75	20,45	105
65	RPH	2017	4,59	6,99	31,04	9,74	20,37	24
		2018	3,27	3,77	42,18	3,86	20,51	25
		2019	6,86	7,43	32,92	2,89	20,51	26
		2020	6,46	7,02	33,12	5,97	20,56	27
		2021	22,72	26,55	31,83	5,55	20,67	28
		2022	17,83	16,84	16,59	18,44	20,63	29
		2023	12,08	10,58	9,52	14,48	20,58	30
66	KDH	2017	-3,69	-5,05	39,29	-3,44	19,33	20
		2018	1,85	7,04	37,85	-3,31	19,45	21
		2019	4,53	5,31	30,4	5,63	19,48	22
		2020	-0,52	-1,9	24,6	4,06	19,43	23
		2021	7,33	7,74	28,62	-1,54	19,45	24
		2022	12,81	14,46	30,85	5,82	19,72	25
		2023	15,05	16,02	24,49	10,19	19,79	26
67	D	2017	9,98	17,87	35,05	21,21	19,25	12
		2018	4,46	8,21	133,09	8,49	19,86	13
		2019	-1,13	-3,93	176,65	4,22	20,02	14
		2020	-0,99	-1,8	134,6	0,49	20,08	15
		2021	-2,31	-5,21	145,52	0,41	19,98	16
		2022	6,06	11,63	110,79	-0,83	20,06	17
		2023	8,41	12,7	83,74	6,21	20	18
68	1D4	2017	3,23	3,02	13,39	8,69	20,14	21
		2018	0,15	-0,19	8,03	1,89	20,15	22
		2019	-3,67	-5,63	31,78	-0,17	20,24	23
		2020	-3,9	-5,29	36,37	-3,14	20,3	24
		2021	-1,55	-2,49	20,95	-2,87	20,71	25
		2022	-19,73	-20,07	19,11	-0,9	20,54	26
		2023	-13,94	-16,38	18,55	-17,69	20,34	27
69	SMD	2017	11,17	27,34	193,41	14,11	19,04	19
		2018	9,52	21,1	159,48	11,6	19,15	20
		2019	18,24	32,17	100,02	10,39	19,15	21
		2020	15,01	34,69	187,11	17,22	19,53	22
		2021	28,74	57,03	53,38	13,26	20,19	23
		2022	30,26	30,81	17,79	23,88	20,13	24

		2023	8,67	8,22	19,98	25,08	20	25
70	JVC	2017	1,6	2	26,06	-3,65	19,83	16
		2018	1,73	2,17	32,8	2,04	19,89	17
		2019	0,43	0,53	20,04	1,78	19,92	18
		2020	-12,2	-15,55	38,06	0,44	19,79	19
		2021	-4,9	-6,81	41,31	-11,69	19,74	20
		2022	3,8	4,99	32,35	-4,26	19,79	21
		2023	8,14	11,13	37,52	4,28	19,91	22
71	TNH	2017	21,15	22,99	26,07	23,59	19,31	5
		2018	16,85	21,92	17,65	22,4	19,63	6
		2019	7,09	16,99	133,62	16,7	20,41	7
		2020	9,68	18,8	81,5	7,87	20,37	8
		2021	11,42	20,13	64,81	11,8	20,49	9
		2022	10,36	16,49	51,29	14,27	20,65	10
		2023	7,18	10,52	23,62	12,64	21,04	11
72	TM	2017	6,22	9,47	81,79	5,12	19,5	29
		2018	8,33	12,01	76,02	5,89	19,6	30
		2019	9,73	14,17	74,68	7,42	19,7	31
		2020	7,06	8,94	55,88	8,45	19,66	32
		2021	5,37	6,23	66,14	6,37	19,7	33
		2022	1,83	2,61	90,23	3,93	19,86	34
		2023	-0,31	-0,94	113,1	1,63	19,91	35
73	IMH	2017	7,26	9,67	58,78	13,05	18,52	21
		2018	6,29	8,44	75,03	6,74	18,68	22
		2019	2,03	3,4	18,5	5,79	19,32	23
		2020	-3,54	-3,75	12,92	2,65	19,26	24
		2021	44,3	66,08	39,76	-3,08	20,04	25
		2022	19,3	20,68	31,84	36,42	20,03	26
		2023	1,69	2,59	145,09	16,63	20,64	27
74	WINMED	2017	4,1	33,22	1407,39	4	18,08	13
		2018	6,81	14,97	175,41	4,31	18,12	14
		2019	15,53	60,06	266,17	4,51	18,85	15
		2020	12,59	36,94	160,66	13,61	19,26	16
		2021	9,55	17,14	32,08	11,85	19,59	17
		2022	8,2	10,4	42,58	9,22	19,77	18
		2023	3,61	5,11	61,9	7,86	19,9	19
75	505	2017	-26,78	-37,54	72,74	-7,15	18,89	43
		2018	-31,13	-70,66	196,82	-26,25	18,74	44
		2019	-3,07	-14,36	402,67	-35,87	19,1	45
		2020	-25,56	-72,47	108,98	-0,69	19	46
		2021	3,54	8,51	130,61	-24,4	19,18	47
		2022	9,21	22,2	116,92	4,26	19,44	48
		2023	3,56	15,88	118,41	10,23	19,64	49
76	PRIM	2017	8,85	15,35	21,69	30,17	19,54	4

		2018	2,54	3,13	7,47	6,63	20,63	5
		2019	0,68	0,28	7,09	1,9	20,63	6
		2020	5,25	4,39	6,85	0,27	20,67	7
		2021	8,9	8,14	17,33	4,04	20,85	8
		2022	2,69	2,22	5,28	6,68	20,76	9
		2023	-0,23	-0,28	5,06	2,09	20,75	10
77	TW3	2017	22,43	27,75	47,17	12,7	18,68	55
		2018	42,62	49,01	32,59	18,82	18,84	56
		2019	28,06	34,29	22,37	34,24	19,22	57
		2020	32,39	35,2	27,4	22,93	19,41	58
		2021	26,25	26,13	21,63	26,37	19,43	59
		2022	26,88	27,82	21,66	21,17	19,64	60
		2023	27,51	28,28	21,81	21,74	19,73	61
78	SPM	2017	1,91	2,13	26,63	1,27	20,17	16
		2018	1,31	1,44	30,02	2,35	20,24	17
		2019	1,15	1,19	35,01	1,9	20,24	18
		2020	0,99	1,08	37,7	1,82	20,28	19
		2021	2,45	2,6	35,97	1,88	20,31	20
		2022	2,87	3,02	33,89	2,72	20,38	21
		2023	1,61	1,51	27,34	3,09	20,31	22
79	MED	2017	9,68	31,36	275,34	4,14	19,62	59
		2018	9,5	27,17	264,5	8,6	19,63	60
		2019	7,91	22,85	236,79	8,72	19,65	61
		2020	5,93	13,93	187,61	7,43	19,58	62
		2021	1,07	2,08	202,15	5,55	19,55	63
		2022	1,18	2,47	116,97	1,36	19,96	64
		2023	2,49	3,62	83,03	1,39	19,77	65
80	G3	2017	-15,69	-27,31	25,89	-23,46	19,47	25
		2018	-28,73	-28,87	17,34	-14,15	19,15	26
		2019	-35,48	-36,21	15,98	-28,75	18,87	27
		2020	-46,28	-40,38	9,35	-35,21	18,44	28
		2021	-31,42	-45,21	24,8	-46,23	18,42	29
		2022	-20,12	-27,38	19,11	-35,39	18,96	30
		2023	1,52	3,72	75,6	-20,35	19,7	31
81	1B1	2017	9,87	16,22	11,81	43,69	18,82	2
		2018	26,8	28,77	32,33	9,73	19,28	3
		2019	35,49	38,55	31,21	24,51	19,44	4
		2020	17,47	21,65	83,77	31,85	19,57	5
		2021	28,3	58,62	237,56	16,04	19,79	6
		2022	25,02	58,08	175,91	24,9	19,61	7
		2023	12,96	25,05	158,74	23,32	19,66	8
82	WKC	2017	4,91	5,52	39,93	3,04	19,09	32
		2018	4,4	4,92	39,79	4,43	19,2	33
		2019	4,45	4,91	36,24	4,02	19,23	34

		2020	0,33	0,46	48,3	4,07	19,34	35
		2021	1,97	2,4	42,39	0,98	19,23	36
		2022	20,58	23,97	30,55	2,24	19,44	37
		2023	11,47	11,85	27,85	16,84	19,44	38
83	LDC	2017	-13,17	-17,19	31,31	-16,07	18,98	25
		2018	-8,19	-12,76	35,17	-14,08	18,95	26
		2019	-9,62	-10,13	34,02	-9,9	18,87	27
		2020	-3,91	-7,2	119,68	-7,89	19,31	28
		2021	-5,93	-10,71	122,42	-0,78	19,11	29
		2022	5,3	12,01	105,77	-2,24	19,22	30
		2023	2,97	6,97	121,45	9,98	19,35	31
84	BFQ	2017	-1,03	-2,61	32,68	-3,26	19,37	21
		2018	4,76	1,34	29,62	-0,47	19,42	22
		2019	-20,81	-21,68	46,64	4,51	19,05	23
		2020	-6,4	-9,54	56,87	-19,5	19,1	24
		2021	2,28	1,98	54,1	-5,38	19,15	25
		2022	-3,23	-6,08	71,85	3,18	19,21	26
		2023	-5,66	-8,92	58,51	-2,27	19,04	27
85	OTX	2017	14,11	29,06	14,8	83,38	18,08	8
		2018	7,88	8,31	9,63	13,34	18,87	9
		2019	24,05	25,85	32,25	6,13	19,22	10
		2020	16,46	22,15	38,42	21,56	19,35	11
		2021	14,21	16,32	31,5	15,45	19,31	12
		2022	9,05	9,64	27,06	12,93	19,36	13
		2023	4,96	6,39	26,87	7,72	19,3	14
86	LDP	2017	5,93	14,38	157,43	7,9	18,93	35
		2018	-7,47	-20,81	214,65	6,72	18,95	36
		2019	4,19	8,89	204,03	-5,72	18,96	37
		2020	-11,92	-24,72	86,93	4,18	18,7	38
		2021	18,86	28,07	40,78	-8,9	18,71	39
		2022	-17,02	-29,27	103,07	18,91	18,84	40
		2023	-10,32	-19,63	110,87	-13,46	18,65	41
87	BBT	2017	15,36	154,29	527,24	15,54	17,92	35
		2018	13,29	48,02	267,8	14,86	17,93	36
		2019	21,97	49,92	128,46	10,52	17,9	37
		2020	17,33	30,57	34,85	17,54	18,44	38
		2021	2,44	5,02	144,13	15,47	19,09	39
		2022	0,51	1,13	153,19	2,36	19,18	40
		2023	2,82	5,38	121,68	3,51	19,06	41
88	MKV	2017	0,23	0,36	158,71	5,03	18,21	27
		2018	0,25	-0,42	147,76	3,26	18,21	28
		2019	2,3	3,24	99,66	-3,76	17,97	29
		2020	7,65	12,47	65,3	5,41	17,92	30
		2021	8,07	11,77	60,32	10,88	18,02	31

		2022	7,07	8,36	44,04	9,58	18,07	32
		2023	7,88	8,08	23,18	8,92	17,97	33
89	UC	2017	-5,44	-6,8	28,58	14,92	17,64	20
		2018	39,18	68,37	31,07	-5,22	18,81	21
		2019	12,81	17,18	45,15	35,47	19,06	22
		2020	-54,55	-72,75	123,32	10,98	18,78	23
		2021	17,61	29,47	11,28	-49,04	19,25	24
		2022	-99,95	-82,61	38,37	17,58	18,58	25
		2023	0,21	0,35	45,65	-99,66	18,85	26
90	BKZ	2017	-11,92	-15,77	38,56	0,52	19,5	11
		2018	-9,91	-14,02	54,69	-12,36	19,49	12
		2019	0,5	0,03	34,5	-9,71	19,29	13
		2020	0,56	0,14	24,71	0,02	19,3	14
		2021	0,08	0,09	27,78	0,11	19,36	15
		2022	0,35	0,52	28,94	0,06	19,38	16
		2023	0,54	0,71	30,87	0,46	19,36	17
91	5RE	2017	-5,02	-4,87	2,53	24,3	19,04	7
		2018	-11	-12,8	13,14	-5,04	19,22	8
		2019	3,66	4,06	11,22	-11,1	19,22	9
		2020	0,39	0,07	14,43	3,65	19,28	10
		2021	-1,45	-1,42	4,59	0,07	19,18	11
		2022	-4,01	-4,04	4,36	-1,31	19,24	12
		2023	-4,00	-4,08	4,11	-3,88	19,20	13

Lampiran 3 Data Setelah Penghapusan Outlier dan Transformasi

No	Kode	Th	LN ROA	LN ROE	LN DER	LN WACC	SIZE	AGE
1	5225	2017	3,17	3,50	3,92	1,05	25,59	43
		2018	3,11	3,45	4,07	1,28	25,78	44
		2019	3,14	3,44	4,10	0,92	25,75	45
		2020	3,10	3,41	4,17	0,76	25,78	46
		2021	3,27	3,59	4,20	0,21	25,77	47
		2022	3,23	3,55	4,19	1,92	25,88	48
		2023	3,36	3,66	4,01	1,48	25,85	49
2	BDMS	2017	3,70	3,86	2,98	2,75	23,53	48
		2018	3,66	3,83	2,93	2,70	23,62	49
		2019	3,63	3,81	3,06	2,63	23,73	50
		2020	3,61	3,80	3,16	2,54	23,84	51
		2021	3,61	3,82	3,03	2,54	23,97	52
		2022	3,62	3,80	3,15	2,55	24,03	53
		2023	3,53	3,73	2,83	2,55	24,02	54
3	KLBF	2017	3,40	3,69	3,80	2,07	22,73	51
		2018	3,44	3,72	3,78	1,96	22,84	52
		2019	3,40	3,66	3,74	2,07	22,89	53
		2020	3,41	3,69	3,70	1,91	22,94	54
		2021	3,46	3,74	3,74	2,01	23,00	55
		2022	3,45	3,72	3,82	2,17	23,07	56
		2023	3,36	3,66	3,91	2,09	23,12	57
4	EPMT	2017	3,43	3,70	3,84	2,13	22,73	44
		2018	3,40	3,66	3,80	2,05	22,79	45
		2019	3,41	3,67	3,80	1,97	22,85	46
		2020	3,48	3,74	3,76	2,02	22,93	47
		2021	3,47	3,73	3,70	2,26	22,99	48
		2022	3,48	3,77	3,91	2,25	23,15	49
		2023	3,56	3,79	3,70	2,27	23,15	50
5	TSPC	2017	3,43	3,70	3,84	2,13	22,73	64
		2018	3,40	3,66	3,80	2,05	22,79	65
		2019	3,41	3,67	3,80	1,97	22,85	66
		2020	3,48	3,74	3,76	2,02	22,93	67
		2021	3,47	3,73	3,70	2,26	22,99	68
		2022	3,48	3,77	3,91	2,25	23,15	69
		2023	3,56	3,79	3,70	2,26	23,15	70
6	BH	2017	3,72	4,00	3,70	2,88	23	37
		2018	3,72	3,96	3,47	2,85	23,13	38
		2019	3,64	3,88	3,37	2,85	23,21	39
		2020	3,28	3,57	3,35	2,69	23,15	40
		2021	3,33	3,58	2,91	1,71	22,91	41
		2022	3,82	4,02	3,06	1,86	23,12	42

		2023	3,92	4,11	3,05	3,02	23,3	43
7	SILO	2017	3,15	3,44	3,01	1,12	22,75	21
		2018	3,13	3,39	3,08	0,49	22,76	22
		2019	2,94	3,17	3,38	-0,84	22,77	23
		2021	3,44	3,69	3,75	0,65	22,95	25
		2022	3,43	3,68	3,61	2,08	22,99	26
		2023	3,58	3,81	3,60	2,06	23,12	27
8	KAEF	2017	3,34	3,76	4,92	1,92	22,53	46
		2018	3,31	3,78	5,15	1,87	23,15	47
		2019	3,05	3,37	4,99	1,81	23,63	48
		2020	3,06	3,39	4,99	0,19	23,59	49
		2021	3,14	3,51	4,98	0,06	23,6	50
		2022	3,02	3,29	4,99	1,42	23,71	51
		2023	2,13	2,16	5,17	1,74	23,59	52
9	BSL	2017	3,36	3,67	3,52	2,02	23,05	41
		2018	3,34	3,65	3,60	1,92	23,2	42
		2019	3,29	3,60	3,91	1,86	23,31	43
		2020	3,29	3,60	3,98	1,57	23,43	44
		2021	3,34	3,64	4,06	1,59	23,52	45
		2022	3,51	3,77	3,89	1,74	23,61	46
		2023	3,35	3,64	3,84	2,27	23,61	47
10	MEGA	2017	3,58	3,95	4,19	2,33	22,01	35
		2018	3,57	3,94	4,22	2,57	22,18	36
		2019	3,50	3,88	4,26	2,55	22,3	37
		2020	3,55	3,92	4,19	2,43	22,42	38
		2021	3,64	4,01	4,18	2,53	22,46	39
		2022	3,65	4,02	4,20	2,70	22,62	40
		2023	3,61	3,94	3,95	2,74	22,57	41
11	5168	2017	3,71	3,97	3,46	2,52	22,96	29
		2018	3,67	3,93	3,48	2,83	23,07	30
		2019	3,63	3,86	3,41	2,74	23,26	31
		2020	4,34	4,66	3,62	2,59	23,9	32
		2022	2,82	3,20	2,63	3,93	23,62	34
12	HEAL	2017	3,37	3,64	5,52	2,29	21,93	32
		2018	3,31	3,60	4,33	1,99	22,15	33
		2019	3,43	3,67	4,41	1,91	22,34	34
		2020	3,58	3,80	4,48	2,11	22,57	35
		2021	3,75	4,00	4,26	2,45	22,75	36
		2022	3,30	3,58	4,13	2,92	22,75	37
		2023	3,36	3,64	4,24	1,86	22,9	38
13	BCH	2017	3,46	3,82	4,74	2,31	22,38	33
		2018	3,50	3,85	4,58	2,27	22,45	34
		2019	3,47	3,83	4,63	2,37	22,6	35
		2020	3,44	3,83	4,76	2,30	22,77	36

		2021	4,03	4,52	4,44	2,21	23,14	37
		2022	3,72	3,93	3,84	3,36	22,92	38
		2023	3,45	3,68	3,38	2,81	22,8	39
14	RAM	2017	3,39	3,72	3,72	2,12	22,64	41
		2018	3,64	3,80	2,80	2,14	22,64	42
		2019	3,37	3,70	3,70	2,73	22,86	43
		2020	3,14	3,51	4,22	2,00	23,27	44
		2021	3,62	3,92	3,95	0,84	23,44	45
		2022	3,31	3,63	3,89	2,76	23,67	46
		2023	3,22	3,55	3,94	1,85	23,65	47
15	THG	2017	3,25	3,62	4,12	1,87	22,48	41
		2018	3,16	3,50	4,66	1,61	22,8	42
		2019	3,17	3,54	4,88	0,98	22,96	43
		2020	3,05	3,40	4,97	1,13	22,98	44
		2021	3,34	3,79	4,99	-0,29	23,04	45
		2022	3,36	3,80	4,82	1,90	23,16	46
		2023	3,13	3,46	4,78	2,04	23,08	47
16	MIKA	2017	3,67	3,85	2,83	2,86	22,27	28
		2018	3,62	3,78	2,67	2,73	22,35	29
		2019	3,66	3,81	2,79	2,58	22,44	30
		2020	3,67	3,82	2,74	2,67	22,58	31
		2021	3,83	3,93	2,76	2,68	22,65	32
		2022	3,71	3,83	2,55	3,00	22,66	33
		2023	3,64	3,78	2,42	2,77	22,72	34
17	VIBHA	2017	3,37	3,65	4,17	1,89	22,58	31
		2018	3,32	3,61	4,19	2,05	22,66	32
		2019	3,29	3,62	4,49	1,87	22,93	33
		2020	3,18	3,51	4,58	1,78	23,02	34
		2021	3,35	3,77	4,46	1,20	23,22	35
		2022	3,30	3,62	4,25	2,02	23,37	36
		2023	3,23	3,54	4,27	1,77	23,25	37
18	CHG	2017	3,55	3,83	3,75	2,54	21,44	31
		2018	3,53	3,85	3,96	2,46	21,66	32
		2019	3,54	3,87	4,11	2,41	21,78	33
		2020	3,64	3,93	3,87	2,41	21,79	34
		2021	4,26	4,60	3,54	2,65	22,23	35
		2022	4,01	4,17	3,42	3,70	22,27	36
		2023	3,52	3,75	3,38	3,33	22,25	37
19	DHG	2017	3,65	3,95	3,87	2,99	21,63	43
		2018	3,64	3,94	3,52	2,88	21,7	44
		2019	3,64	3,89	3,13	2,87	21,64	45
		2020	3,67	3,92	3,20	2,85	21,72	46
		2021	3,68	3,92	3,08	2,92	21,77	47
		2022	3,74	3,98	3,02	2,93	21,96	48

		2023	3,68	3,96	3,25	3,03	22,1	49
20	APEX	2017	3,50	3,76	3,49	2,12	21,14	55
		2018	3,52	3,81	3,68	2,28	21,36	56
		2019	3,47	3,74	3,61	2,39	21,41	57
		2020	3,47	3,73	3,49	2,23	21,5	58
		2021	3,46	3,72	3,53	2,22	21,57	59
		2022	3,61	3,88	3,51	2,18	21,7	60
		2023	4,07	4,42	3,10	2,61	22,05	61
21	M-CHAI	2017	3,23	3,64	4,65	1,86	21,34	30
		2018	3,17	3,54	4,53	1,43	21,65	31
		2019	3,12	3,50	4,76	1,33	21,8	32
		2020	3,00	3,46	5,72	0,97	22,39	33
		2021	3,09	3,75	5,72	-4,61	22,38	34
		2022	3,19	3,73	5,60	1,18	22,42	35
		2023	3,19	3,64	5,59	1,51	22,43	36
22	H02	2017	3,22	3,52	1,80	1,56	24,22	48
		2018	3,30	3,56	1,25	1,32	24,19	49
		2019	3,29	3,56	0,99	1,78	24,23	50
		2020	3,22	3,50	0,80	1,73	24,17	51
		2021	3,19	3,49	0,81	1,40	24,27	52
		2022	3,23	3,52	1,05	1,21	24,48	53
		2023	3,30	3,57	1,21	1,41	24,46	54
23	SCPI	2017	3,53	4,26	5,63	2,42	21,03	45
		2018	3,49	4,07	5,42	2,25	21,22	46
		2019	3,52	3,90	4,87	2,20	21,07	47
		2020	3,66	4,08	4,52	2,21	21,19	48
		2021	3,54	3,75	3,20	2,69	20,92	49
		2022	3,63	3,85	3,64	2,31	21,03	50
		2023	3,63	3,91	4,24	2,56	21,07	51
24	SKR	2017	3,20	3,52	3,92	1,53	21,52	38
		2018	3,27	3,58	3,84	1,42	21,63	39
		2019	3,26	3,57	3,92	1,66	21,72	40
		2020	3,30	3,64	4,06	1,61	21,83	41
		2021	3,75	4,06	3,80	1,86	21,96	42
		2022	3,57	3,82	3,33	2,90	22,11	43
		2023	3,50	3,73	3,19	2,49	22,15	44
25	PRINC	2019	2,98	3,31	3,92	-3,22	22,63	19
		2022	3,14	3,45	4,28	-0,06	22,81	22
		2023	2,83	3,11	4,46	0,88	22,81	23
26	DPHARMA	2017	3,34	3,65	3,85	1,56	21,58	39
		2018	3,33	3,67	4,30	1,89	21,8	40
		2019	3,35	3,69	4,30	1,86	21,86	41
		2020	3,33	3,67	4,17	1,90	22,04	42
		2021	3,33	3,68	4,46	1,80	22,1	43

27	CMR	2022	3,32	3,69	4,46	1,81	22,19	44
		2023	3,24	3,61	4,56	1,85	22,23	45
		2017	3,36	3,63	4,20	1,90	22,02	43
		2018	3,31	3,60	4,19	1,98	22,08	44
		2019	3,22	3,47	4,40	1,83	22,27	45
		2020	3,17	3,49	4,58	1,30	22,35	46
		2021	3,19	3,53	4,59	1,03	22,42	47
		2022	3,29	3,59	4,37	1,25	22,59	48
		2023	3,21	3,47	4,40	1,71	22,44	49
28	VMD	2023	3,14	3,58	5,82	0,18	20,9	39
29	PRDA	2017	3,45	3,71	3,57	1,65	21,34	44
		2018	3,48	3,72	3,16	2,14	21,38	45
		2019	3,53	3,75	3,05	2,23	21,42	46
		2020	3,58	3,80	3,21	2,36	21,53	47
		2021	3,91	4,09	2,83	2,50	21,72	48
		2022	3,65	3,81	2,74	3,14	21,71	49
		2023	3,51	3,70	2,69	2,64	21,72	50
30	IJ5	2017	3,49	4,11	5,38	2,35	20,22	29
		2018	3,41	3,87	4,52	2,35	20,49	30
		2019	3,43	3,81	4,40	1,99	20,53	31
		2020	3,37	3,76	4,44	2,12	20,65	32
		2021	3,37	3,75	4,38	1,97	20,76	33
		2022	3,51	3,86	4,14	1,95	21,02	34
		2023	3,39	3,73	4,42	2,32	21,07	35
31	DVLA	2017	3,54	3,79	3,85	2,30	21,22	41
		2018	3,61	3,84	3,69	2,29	21,24	42
		2019	3,62	3,85	3,69	2,48	21,33	43
		2020	3,45	3,73	3,91	2,49	21,41	44
		2021	3,43	3,69	3,91	2,10	21,46	45
		2022	3,43	3,69	3,76	1,95	21,42	46
		2023	3,41	3,68	3,82	2,01	21,44	47
32	SAME	2017	3,28	3,61	4,17	0,97	21,26	33
		2018	3,18	3,53	4,51	1,87	21,65	34
		2019	2,68	2,96	4,86	1,48	21,53	35
		2022	3,05	3,38	3,37	1,37	22,36	38
		2023	3,05	3,39	3,55	-0,37	22,4	39
33	TRA	2017	3,74	3,95	3,55	3,06	20,63	45
		2018	3,54	3,77	3,77	2,86	20,73	46
		2019	3,54	3,76	3,70	2,45	20,67	47
		2020	3,61	3,84	3,71	2,46	20,73	48
		2021	3,69	3,89	3,55	2,62	20,77	49
		2022	3,72	3,90	3,45	2,76	20,91	50
		2023	3,63	3,86	3,75	2,79	21,04	51
34	TOG	2017	3,38	3,67	3,75	2,27	20,81	66

		2018	3,29	3,62	3,67	1,96	20,86	67
		2019	3,25	3,60	3,76	1,81	20,9	68
		2020	3,12	3,50	4,02	1,72	21	69
		2021	3,48	3,82	3,86	1,07	20,93	70
		2022	3,52	3,89	4,03	2,40	21,13	71
		2023	3,48	3,89	4,39	2,52	21,32	72
35	41A	2017	3,21	3,58	4,37	2,31	20,28	28
		2018	3,29	3,70	4,64	1,37	20,62	29
		2019	3,16	3,56	4,86	1,76	20,76	30
		2020	3,61	4,04	4,68	1,27	20,87	31
		2021	4,39	4,83	3,63	2,70	21,79	32
		2022	3,63	3,84	3,12	3,80	21,85	33
		2023	2,14	2,96	3,29	2,64	21,66	34
36	DHT	2017	3,58	4,11	5,01	2,53	19,76	52
		2018	3,62	4,09	4,88	2,60	19,82	53
		2019	3,59	4,07	4,92	2,70	19,91	54
		2020	3,52	4,04	5,09	2,62	20,15	55
		2021	3,33	3,73	4,16	2,45	20,45	56
		2022	3,37	3,73	4,43	1,90	20,7	57
		2023	3,29	3,65	4,28	2,02	20,9	58
37	IMP	2017	3,37	3,67	3,30	2,25	20,79	34
		2018	3,42	3,66	2,89	1,97	20,84	35
		2019	3,46	3,69	2,92	2,12	20,83	36
		2020	3,50	3,74	3,05	2,26	20,97	37
		2021	3,44	3,69	3,33	2,37	21,07	38
		2022	3,52	3,72	3,01	2,19	21,14	39
		2023	3,60	3,79	2,69	2,36	21,16	40
38	VIH	2017	3,37	3,72	4,26	2,25	20,44	65
		2018	3,46	3,81	4,24	2,05	20,6	66
		2019	3,46	3,82	4,25	2,28	20,74	67
		2020	3,42	3,76	4,17	2,29	20,81	68
		2021	4,17	4,52	3,69	2,18	21,16	69
		2022	3,79	3,99	3,15	3,55	21,25	70
		2023	3,42	3,66	2,95	2,95	21,21	71
39	7178	2017	3,36	3,59	3,22	2,13	20,93	30
		2018	3,44	3,67	3,35	1,73	21,09	31
		2019	3,34	3,59	3,38	2,03	21,11	32
		2020	3,32	3,58	3,36	1,72	21,18	33
		2021	3,25	3,52	3,31	1,67	21,15	34
		2022	3,43	3,66	3,24	1,31	21,25	35
		2023	3,44	3,66	3,39	2,03	21,28	36
40	569	2017	3,26	3,55	3,03	2,01	20,35	24
		2018	3,17	3,57	3,25	1,54	20,48	25
		2019	3,24	3,59	3,59	1,64	20,55	26

		2020	3,36	3,62	3,86	1,71	20,69	27
		2021	3,46	3,80	4,02	1,76	20,9	28
		2022	3,38	3,72	4,20	2,27	21,07	29
		2023	3,24	3,55	3,94	1,99	21,02	30
41	0101	2017	3,19	3,50	2,04	1,01	21,6	12
		2018	3,22	3,50	2,12	1,22	21,78	13
		2019	3,23	3,47	2,43	1,25	21,77	14
		2020	3,13	3,44	3,14	0,90	21,88	15
		2021	3,15	3,46	3,53	0,35	22,03	16
		2022	3,16	3,54	3,61	0,66	22,06	17
		2023	3,19	3,52	3,60	1,36	22,05	18
42	DMC	2017	3,71	3,95	3,61	2,75	20,49	28
		2018	3,70	3,94	3,39	2,77	20,65	29
		2019	3,68	3,89	3,11	2,75	20,64	30
		2020	3,59	3,77	2,42	2,73	20,61	31
		2021	3,50	3,72	2,93	2,52	20,72	32
		2022	3,54	3,77	3,26	2,30	20,93	33
		2023	3,50	3,73	3,07	2,41	20,9	34
43	LPH	2017	3,46	3,72	3,47	2,09	20,58	24
		2018	3,43	3,68	3,41	2,25	20,51	25
		2019	3,31	3,62	3,69	2,19	20,6	26
		2020	3,33	3,67	3,99	1,82	20,77	27
		2021	3,76	4,07	3,95	1,93	20,83	28
		2022	3,50	3,83	3,66	2,93	21,04	29
		2023	3,17	3,47	3,78	2,38	21,04	30
44	RJH	2017	3,57	3,78	2,65	2,27	20,49	27
		2018	3,63	3,84	3,77	2,61	20,55	28
		2019	3,92	4,07	3,02	2,66	20,47	29
		2020	3,80	4,06	3,28	3,17	20,61	30
		2021	4,07	4,47	4,26	3,08	21,08	31
		2022	4,00	4,35	4,14	3,42	21,27	32
		2023	3,52	3,86	4,28	3,33	21,32	33
45	DBD	2017	3,53	3,91	4,45	2,33	20,65	37
		2018	3,55	3,88	4,11	2,41	20,63	38
		2019	3,45	3,80	4,30	2,49	20,7	39
		2020	3,53	3,82	3,82	2,25	20,59	40
		2021	3,58	3,85	3,60	2,46	20,68	41
		2022	3,60	3,89	3,69	2,53	20,96	42
		2023	3,61	3,88	3,66	2,58	20,97	43
46	PHG	2017	3,49	3,82	4,12	1,74	19,66	33
		2018	3,40	3,76	4,32	2,25	19,93	34
		2019	3,29	3,67	4,60	2,02	20,16	35
		2020	3,43	3,85	4,89	1,69	20,22	36
		2021	3,87	4,35	4,51	2,17	20,26	37

		2022	3,77	4,14	4,20	3,10	20,42	38
		2023	3,54	3,85	3,01	2,92	20,79	39
47	MERK	2017	3,81	3,98	3,63	3,03	20,56	47
		2019	3,55	3,77	3,95	2,41	20,62	49
		2020	3,47	3,72	3,95	2,18	20,65	50
		2021	3,67	3,90	3,91	2,08	20,75	51
		2022	3,78	3,99	3,61	2,57	20,76	52
		2023	3,74	3,96	3,01	2,87	20,68	53
48	VMD	2017	3,04	3,39	6,19	0,21	19	1
		2019	3,11	3,73	6,40	0,10	19,86	3
		2020	3,17	3,76	5,66	1,37	20,03	4
		2021	3,26	3,80	4,90	1,74	20,27	5
		2022	3,24	3,67	4,70	2,04	20,62	6
		2023	3,18	3,58	4,81	1,90	20,71	7
49	WPH	2017	3,13	3,51	2,24	2,53	19,77	26
		2018	3,23	3,56	3,52	1,19	20,09	27
		2019	2,99	3,37	4,03	1,48	20,22	28
		2022	3,31	3,71	4,72	2,59	20,73	31
		2023	3,23	3,64	4,90	1,75	20,87	32
50	5G3	2017	4,19	4,33	2,87	3,88	20,58	4
		2018	4,06	4,23	3,20	3,60	20,69	5
		2019	4,09	4,32	3,40	3,40	20,81	6
		2020	3,80	4,05	3,49	3,44	20,83	7
		2021	3,83	4,09	3,19	2,89	20,86	8
		2022	4,00	4,17	3,37	2,99	20,97	9
		2023	3,98	4,21	3,63	3,29	21,03	10
51	VOCUSP	2019	3,33	3,83	5,48	1,94	20,39	30
		2020	3,37	3,82	5,20	1,86	20,33	31
		2021	3,39	3,89	5,33	2,02	20,49	32
		2022	3,65	4,24	5,12	2,01	20,69	33
		2023	3,55	4,04	4,94	2,69	20,67	34
52	AHC	2017	3,40	3,64	3,03	2,37	20,41	39
		2018	3,41	3,65	2,96	1,99	20,53	40
		2019	3,38	3,63	2,87	2,03	20,59	41
		2020	3,24	3,52	2,94	1,94	20,61	42
		2021	3,54	3,79	3,24	1,34	20,72	43
		2022	3,54	3,76	2,96	2,41	20,84	44
		2023	3,41	3,65	2,87	2,40	20,82	45
53	MED	2017	3,11	3,68	3,03	1,49	19,76	18
		2018	3,13	3,63	2,96	1,40	19,51	19
		2019	3,14	3,70	2,87	1,33	19,37	20
		2020	3,12	3,66	2,94	1,78	19,46	21
		2021	3,20	3,80	3,24	1,77	19,42	22
		2022	3,17	3,54	2,96	1,96	19,66	23

		2023	3,19	3,83	2,87	0,85	19,72	24
54	MIJ	2017	3,37	4,29	6,23	1,50	19,22	23
		2018	3,51	4,46	5,66	2,09	19,47	24
		2019	3,19	3,47	4,77	2,59	19,73	25
		2020	3,31	3,75	4,91	0,88	19,96	26
		2021	3,24	3,61	4,94	1,83	20,09	27
		2022	3,41	3,77	4,75	1,52	20,13	28
		2023	3,18	3,64	5,16	2,17	20,39	29
55	BIZ	2017	3,32	3,62	3,90	2,48	19,58	17
		2018	3,45	3,77	3,91	1,71	19,86	18
		2019	3,31	3,78	5,06	2,13	20,45	19
		2020	3,14	3,60	5,54	1,65	20,68	20
		2021	3,91	4,48	4,74	0,76	20,46	21
		2022	3,49	3,81	4,27	3,19	20,28	22
		2023	3,63	3,96	4,16	2,32	20,32	23
56	DCL	2017	3,36	3,68	3,99	2,44	20,42	13
		2018	3,09	3,43	4,74	1,99	20,82	14
		2019	3,29	3,68	4,54	0,70	20,75	15
		2020	3,24	3,60	4,45	1,99	20,82	16
		2021	3,30	3,64	4,31	1,68	20,82	17
		2022	3,32	3,65	3,94	1,88	21,06	18
		2023	3,19	3,52	4,04	1,91	21,11	19
57	PYFA	2017	3,29	3,58	3,84	1,53	18,89	41
		2018	3,29	3,60	4,05	1,73	19,05	42
		2019	3,31	3,61	3,97	1,76	19,07	43
		2020	3,52	3,81	3,81	1,79	19,25	44
		2021	3,09	3,49	5,95	2,35	20,51	45
		2022	3,64	4,78	5,50	1,39	21,14	46
		2023	2,73	2,07	5,79	3,18	21,14	47
58	IRRA	2017	3,84	4,76	5,24	1,21	18,66	14
		2018	3,96	4,47	4,65	2,93	18,73	15
		2019	3,54	3,94	3,65	3,17	19,6	16
		2020	3,56	4,00	4,79	2,34	20,1	17
		2021	3,67	4,08	4,02	2,44	20,48	18
		2022	3,38	3,66	3,94	2,71	20,41	19
		2023	3,07	3,41	4,87	2,01	20,78	20
59	5278	2017	3,52	3,77	3,33	2,08	19,89	17
		2018	3,44	3,66	3,25	2,38	19,94	18
		2019	3,35	3,62	3,66	2,09	20,04	19
		2020	3,30	3,59	3,75	1,84	20,3	20
		2021	3,39	3,63	3,71	1,62	20,32	21
		2022	3,38	3,63	3,54	1,93	20,48	22
		2023	3,36	3,60	3,54	1,96	20,47	23
60	VDP	2017	3,55	3,80	3,57	2,47	19,56	14

		2018	3,46	3,75	3,85	2,44	19,77	15
		2019	3,38	3,69	4,02	2,20	19,8	16
		2020	3,33	3,68	4,17	2,00	20,12	17
		2021	3,34	3,69	4,34	1,85	20,27	18
		2022	3,38	3,72	4,33	1,92	20,41	19
		2023	3,40	3,72	3,90	2,10	20,38	20
61	EFORL	2022	3,20	3,72	5,32	3,90	20,37	17
		2023	3,08	3,46	5,08	1,66	20,24	18
62	EKH	2017	3,47	3,68	2,24	2,15	19,74	13
		2018	3,57	3,77	2,51	2,22	19,88	14
		2019	3,68	3,85	2,68	2,50	20,04	15
		2020	3,36	3,62	2,83	2,72	19,97	16
		2021	3,96	4,17	3,03	1,90	20,16	17
		2022	3,94	4,18	2,79	3,25	20,75	18
		2023	3,58	3,78	2,74	3,20	20,83	19
63	DBT	2017	3,28	3,77	4,99	1,84	19,74	54
		2018	3,22	3,62	5,06	1,82	19,79	55
		2019	3,23	3,65	5,30	1,67	19,88	56
		2020	3,12	3,52	5,57	1,70	20,12	57
		2021	3,14	3,57	5,68	1,36	20	58
		2022	3,29	3,85	5,62	1,34	20,14	59
		2023	3,16	3,59	5,50	2,01	20,13	60
64	INAF	2017	2,84	3,04	5,25	0,80	21,15	99
		2019	3,07	3,43	5,16	0,85	21,05	101
		2020	3,09	3,38	5,70	1,09	21,26	102
		2021	3,06	3,06	5,69	-4,61	21,42	103
65	RPH	2017	3,24	3,59	3,44	2,28	20,37	24
		2018	3,18	3,50	3,74	1,35	20,51	25
		2019	3,32	3,60	3,49	1,06	20,51	26
		2020	3,31	3,59	3,50	1,79	20,56	27
		2021	3,77	4,02	3,46	1,71	20,67	28
		2022	3,65	3,83	2,81	2,91	20,63	29
		2023	3,49	3,69	2,25	2,67	20,58	30
66	KDH	2019	3,23	3,54	3,41	1,73	19,48	22
		2020	3,01	3,31	3,20	1,40	19,43	23
		2022	3,52	3,78	3,43	1,76	19,72	25
		2023	3,58	3,81	3,20	2,32	19,79	26
67	D	2017	3,43	3,85	3,56	3,05	19,25	12
		2018	3,23	3,62	4,89	2,14	19,86	13
		2019	2,98	3,23	5,17	1,44	20,02	14
		2020	2,99	3,31	4,90	-0,71	20,08	15
		2021	2,92	3,18	4,98	-0,89	19,98	16
		2023	3,38	3,74	4,43	1,83	20	18
68	ID4	2017	3,18	3,48	2,59	2,16	20,14	21

		2018	3,04	3,37	2,08	0,64	20,15	22
69	SMD	2017	3,47	4,04	5,26	2,65	19,04	19
		2018	3,41	3,92	5,07	2,45	19,15	20
70	JVC	2018	3,12	3,45	3,49	0,71	19,89	17
		2019	3,06	3,39	3,00	0,58	19,92	18
		2020	2,15	2,62	3,64	-0,82	19,79	19
		2023	3,37	3,70	3,62	1,45	19,91	22
71	TNH	2017	3,74	3,96	3,26	3,16	19,31	5
		2018	3,63	3,94	2,87	3,11	19,63	6
		2019	3,33	3,83	4,89	2,82	20,41	7
		2020	3,42	3,87	4,40	2,06	20,37	8
		2021	3,47	3,90	4,17	2,47	20,49	9
		2022	3,44	3,82	3,94	2,66	20,65	10
		2023	3,33	3,68	3,16	2,54	21,04	11
72	TM	2017	3,30	3,66	4,40	1,63	19,5	29
		2018	3,37	3,72	4,33	1,77	19,6	30
		2019	3,42	3,77	4,31	2,00	19,7	31
		2020	3,33	3,64	4,02	2,13	19,66	32
		2021	3,27	3,57	4,19	1,85	19,7	33
		2022	3,12	3,46	4,50	1,37	19,86	34
		2023	3,02	3,34	4,73	0,49	19,91	35
73	IMH	2017	3,34	3,66	4,07	2,57	18,52	21
		2018	3,30	3,63	4,32	1,91	18,68	22
		2019	3,13	3,49	2,92	1,76	19,32	23
		2020	2,85	3,24	2,56	0,97	19,26	24
		2022	3,69	3,91	3,46	3,60	20,03	26
		2023	3,11	3,46	4,98	2,81	20,64	27
74	WINMED	2018	3,32	3,79	5,17	1,46	18,12	14
		2019	3,59	4,49	5,58	1,51	18,85	15
		2020	3,51	4,19	5,08	2,61	19,26	16
		2021	3,41	3,84	3,47	2,47	19,59	17
		2022	3,37	3,68	3,75	2,22	19,77	18
		2023	3,20	3,54	4,13	2,06	19,9	19
75	505	2022	3,40	3,94	4,76	1,45	19,44	48
		2023	3,19	3,81	4,77	2,33	19,64	49
76	PRIM	2017	3,39	3,80	3,08	3,41	19,54	4
		2018	3,15	3,48	2,01	1,89	20,63	5
		2019	3,07	3,39	1,96	0,64	20,63	6
		2020	3,26	3,52	1,92	-1,31	20,67	7
		2021	3,39	3,62	2,85	1,40	20,85	8
		2022	3,16	3,45	1,66	1,90	20,76	9
		2023	3,02	3,37	1,62	0,74	20,75	10
77	TW3	2017	3,77	4,04	3,85	2,54	18,68	55
		2018	4,15	4,36	3,48	2,93	18,84	56

		2019	3,89	4,15	3,11	3,53	19,22	57
		2020	3,97	4,17	3,31	3,13	19,41	58
		2021	3,85	4,01	3,07	3,27	19,43	59
		2022	3,86	4,04	3,08	3,05	19,64	60
		2023	3,88	4,05	3,08	3,08	19,73	61
78	SPM	2017	3,12	3,45	3,28	0,24	20,17	16
		2018	3,10	3,42	3,40	0,85	20,24	17
		2019	3,09	3,42	3,56	0,64	20,24	18
		2020	3,08	3,41	3,63	0,60	20,28	19
		2021	3,15	3,46	3,58	0,63	20,31	20
		2022	3,17	3,48	3,52	1,00	20,38	21
		2023	3,11	3,43	3,31	1,13	20,31	22
79	MED	2017	3,42	4,10	5,62	1,42	19,62	59
		2018	3,41	4,03	5,58	2,15	19,63	60
		2019	3,36	3,95	5,47	2,17	19,65	61
		2020	3,29	3,77	5,23	2,01	19,58	62
		2021	3,09	3,45	5,31	1,71	19,55	63
		2022	3,09	3,46	4,76	0,31	19,96	64
		2023	3,15	3,49	4,42	0,33	19,77	65
81	1B1	2017	3,42	3,82	2,47	3,78	18,82	2
		2018	3,86	4,06	3,48	2,28	19,28	3
		2019	4,03	4,22	3,44	3,20	19,44	4
		2020	3,65	3,93	4,43	3,46	19,57	5
		2021	3,89	4,48	5,47	2,78	19,79	6
		2022	3,83	4,47	5,17	3,21	19,61	7
		2023	3,52	4,00	5,07	3,15	19,66	8
82	WKC	2017	3,25	3,55	3,69	1,11	19,09	32
		2018	3,23	3,53	3,68	1,49	19,2	33
		2019	3,23	3,53	3,59	1,39	19,23	34
		2020	3,05	3,39	3,88	1,40	19,34	35
		2021	3,13	3,46	3,75	-0,02	19,23	36
		2022	3,72	3,97	3,42	0,81	19,44	37
		2023	3,47	3,72	3,33	2,82	19,44	38
83	LDC	2023	3,17	3,59	4,80	2,30	19,35	31
84	BFQ	2019	-4,61	2,03	3,84	1,51	19,05	23
		2022	2,87	3,14	4,27	1,16	19,21	26
85	OTX	2018	3,36	3,63	2,26	2,59	18,87	9
		2019	3,80	4,01	3,47	1,81	19,22	10
		2020	3,62	3,94	3,65	3,07	19,35	11
		2021	3,56	3,82	3,45	2,74	19,31	12
		2022	3,40	3,66	3,30	2,56	19,36	13
		2023	3,25	3,57	3,29	2,04	19,3	14
86	LDP	2017	3,29	3,78	5,06	2,07	18,93	35
		2018	2,59	2,14	5,37	1,91	18,95	36

		2020	2,19	1,52	4,47	1,43	18,7	38
		2022	1,34	-4,61	4,64	2,94	18,84	40
87	BBT	2018	3,53	4,35	5,59	2,70	17,93	36
		2019	3,76	4,37	4,86	2,35	17,9	37
		2020	3,64	4,09	3,55	2,86	18,44	38
		2021	3,15	3,54	4,97	2,74	19,09	39
		2022	3,06	3,41	5,03	0,86	19,18	40
		2023	3,16	3,55	4,80	1,26	19,06	41
88	MKV	2017	3,05	3,39	5,07	1,62	18,21	27
		2018	3,05	3,36	5,00	1,18	18,21	28
		2020	3,35	3,73	4,18	1,69	17,92	30
		2021	3,36	3,71	4,10	2,39	18,02	31
		2022	3,33	3,63	3,79	2,26	18,07	32
		2023	3,36	3,62	3,14	2,19	17,97	33
89	UC	2017	2,73	3,11	3,35	2,70	17,64	20
		2019	3,52	3,84	3,81	3,57	19,06	22
90	BKZ	2017	2,19	2,60	3,65	-0,65	19,5	11
		2020	3,06	3,38	3,21	-3,91	19,3	14
		2021	3,04	3,38	3,32	-2,21	19,36	15
		2022	3,05	3,39	3,37	-2,81	19,38	16
		2023	3,06	3,40	3,43	-0,78	19,36	17
91	5RE	2017	2,76	3,19	0,93	3,19	19,04	7
		2020	3,05	3,38	2,67	1,29	19,28	10
		2021	2,96	3,33	1,52	-2,66	19,18	11

PENGARUH STRUKTUR MODAL TERHADAP KINERJA KEUANGAN DENGAN BIAYA MODAL SEBAGAI VARIABEL MEDIASI (Studi Empiris pada Perusahaan Kesehatan di ASEAN 2017- 2023)

ORIGINALITY REPORT

2%	3%	2%	2%
SIMILARITY INDEX	INTERNET SOURCES	PUBLICATIONS	STUDENT PAPERS

PRIMARY SOURCES

1	dspace.uii.ac.id	2%
	Internet Source	

Exclude quotes	On	Exclude matches	< 1%
Exclude bibliography	On		