

**DETERMINAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR DI *EMERGING STOCK MARKET***

(Tesis)

Oleh

**MUHAMMAD KURNIA SETIA NEGARA
NPM 2121011040**



**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
MAGISTER MANAJEMEN
UNIVERSITAS LAMPUNG**

2023

**DETERMINAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR DI *EMERGING STOCK MARKET***

Oleh

MUHAMMAD KURNIA SETIA NEGARA

Tesis

Sebagai Salah Satu Syarat untuk Mencapai Gelar

MAGISTER MANAJEMEN



FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS

MAGISTER MANAJEMEN

UNIVERSITAS LAMPUNG

2023

ABSTRAK

DETERMINAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI *EMERGING STOCK MARKET*

Oleh

MUHAMMAD KURNIA SETIA NEGARA

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan memperoleh bukti empiris bahwa risiko bisnis, profitabilitas, *tangibility*, ukuran perusahaan, likuiditas, dan tingkat pertumbuhan aset, berpengaruh terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2017 – 2021.

Penelitian dilakukan pada 95 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017 – 2021. Data yang digunakan di penelitian ini merupakan data panel. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis *explanatory* dengan pendekatan kuantitatif dan pengambilan sampel yang digunakan adalah *simple purposive sampling*. Analisis *explanatory* digunakan untuk menjelaskan hubungan-hubungan antara variabel struktur modal, risiko bisnis, profitabilitas, *tangibility*, ukuran perusahaan, likuiditas, dan tingkat pertumbuhan aset.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas dan likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, *tangibility* dan tingkat pertumbuhan aset berpengaruh positif terhadap struktur modal, sedangkan risiko bisnis dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa pengujian secara simultan menyimpulkan semua variabel independen memengaruhi variabel dependen.

Kata kunci : struktur modal, risiko bisnis, profitabilitas, *tangibility*, ukuran perusahaan, likuiditas, tingkat pertumbuhan aset

ABSTRACT

DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE IN MANUFACTURING COMPANIES IN EMERGING STOCK MARKET

By

MUHAMMAD KURNIA SETIA NEGARA

This study aims to examine and obtain empirical evidence that business risk, profitability, tangibility, firm size, liquidity, and asset growth rate, affect the capital structure of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange in the 2017-2021 period.

The study was conducted on 95 manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period 2017 – 2021. The data used in this study is panel data. The method used in this research is explanatory with a quantitative approach and the sampling used is simple purposive sampling. Explanatory analysis is used to explain the relationships between the variables of capital structure, business risk, profitability, tangibility, firm size, liquidity, and asset growth rate.

The results show that profitability and liquidity have a negative effect on capital structure, tangibility and asset growth rate have a positive effect on capital structure, while business risk and firm size have no effect on capital structure. The results also show that the simultaneous test concludes that all independent variables affect the dependent variable.

Keywords: capital structure, business risk, profitability, tangibility, firm size, liquidity, asset growth rate

HALAMAN PERSETUJUAN

Judul Tesis : **Determinan Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur di *Emerging Stock Market***

Nama Mahasiswa : ***Muhammad Kurnia Setia Negara***

Nomor Pokok Mahasiswa : 2121011040

Konsentrasi : Keuangan

Program Studi : Magister Manajemen

Fakultas : Ekonomi dan Bisnis, Universitas Lampung

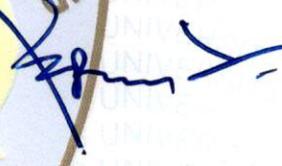
MENYETUJUI

Pembimbing I

Pembimbing II


Prof. Dr. Sri Hasnawati, S.E., M.E.

NIP 19630831 198903 2 002


Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., M.Si.

NIP. 19691128 200012 2 001

**Ketua Program Studi Magister Manajemen
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Lampung**


Prof. Dr. Mahrinasari MS, S.E., M.Sc

NIP 19661027 199003 2 002

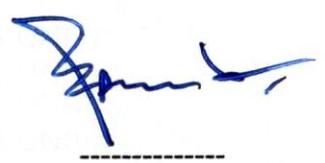
MENGESAHKAN

1. Komisi Penguji

Ketua Penguji : Prof. Dr. Sri Hasnawati, S.E., M.E.



Sekretaris Penguji : Dr. Ernie Hendrawaty, S.E., MSi.



Penguji I : Prof. Dr. Mahahtma Kufepaksi, S.E., M.Sc.



Penguji II : Dr. Icham Lihani, S.E., M.Si



2. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung



Prof. Dr. Nairobi, S.E, M.Si.
NIP.19660621 199003 1 003

3. Direktur Program Pascasarjana



Prof. Dr. Ir. Murhadi, M.Si.
NIP.19640326 198902 1 001

Tanggal Lulus Ujian Tesis : 14 Desember 2023

LEMBAR PERNYATAAN KEASLIAN KARYA ILMIAH

Dengan ini saya menyatakan dengan sebenarnya bahwa :

1. Tesis dengan judul “**Determinan Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur di *Emerging Stock Market***” adalah karya saya sendiri dan saya tidak melakukan penjiplakan atau pengutipan atas karya orang lain dengan cara yang tidak sesuai dengan tata etika ilmiah yang berlaku dalam masyarakat akademik atau yang disebut **Plagiarisme**.
2. Hak intelektual atas karya ilmiah ini diserahkan sepenuhnya kepada Universitas Lampung.

Atas pernyataan ini, apabila dikemudian hari ternyata ditemukan adanya ketidakbenaran, saya bersedia menanggung akibat dan sanksi yang diberikan kepada saya, saya bersedia dan sanggup dituntut sesuai dengan hukum yang berlaku.

Bandar Lampung, 14 Desember 2023

Peneliti



Muhammad Kurnia Setia Negara

NPM. 212101040

RIWAYAT HIDUP

Penulis bernama lengkap Muhammad Kurnia Setia Negara. Lahir di Bandar Lampung, tanggal 31 Januari 1994. Penulis merupakan anak pertama dari tiga bersaudara, dari pasangan Bapak Helmi Kurniawan dan Ibu Agustina.

Penulis menyelesaikan pendidikan formalnya di SD Kartika II-5 Bandar Lampung tahun 2005, SMP Al-Kautsar Bandar Lampung pada tahun 2008, dan SMA Immanuel Bandar Lampung pada tahun 2011. Pada tahun 2015 penulis menyelesaikan pendidikan Sarjana (S1) pada Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Padjadjaran.

Pada tahun 2021, penulis melanjutkan pendidikan sebagai mahasiswa Program Pascasarjana Magister Manajemen di Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Lampung dengan konsentrasi Manajemen Keuangan.

MOTTO

“Sesungguhnya bersama kesulitan ada kemudahan.”

QS. Al-Insyirah: 6

“Janganlah kamu berduka cita, sesungguhnya Allah bersama kita.”

QS. At-Taubah: 40

“Janganlah kamu bersikap lemah dan janganlah pula kamu bersedih hati, padahal kamulah orang-orang yang paling tinggi derajatnya jika kamu beriman.”

QS. Al-Imran: 139

“There are three ways to gain wisdom. The first is reflection, which is the highest way. Second is restriction, which is the easiest way. Third is experience, which is the bitterest way.”

Confucius aka Konghucu (孔夫子)

“A man is great not because he hasn't failed; a man is great because failure hasn't stopped him”

Confucius aka Konghucu (孔夫子)

PERSEMBAHAN

Bismillahirrahmaanirrahim

Syukur Alhamdulillah atas kehadiran Allah SWT

Dan sholawat serta salam atas Nabi Muhammad SAW.

Dengan segala nikmat dan karunia-Nya serta hidayah-Nya kepada peneliti sehingga dapat menyelesaikan tesis ini dengan baik.

Dengan mengucapkan rasa syukur kepada Allah SWT

Karya Ini Kupersembahkan Kepada:

Kedua Orang Tuaku Tercinta, yang Selalu Memberikan Kasih Sayang, Doa, Dukungan,

Demi Masa Depan Serta Keberhasilan Kelak.

Keluarga Besar dan Sanak Saudara yang Selalu Memberikan Motivasi dan Dukungan demi Kesuksesanku.

Sahabat dan Teman-teman yang Selalu Ada, Memberikan Semangat dan Motivasi.

Seluruh Dosen yang Sangat Berjasa, Membimbing, Mengarahkan dan Memberikan Ilmunya untuk Bekal di Masa Depan.

Almamater Tercinta, Universitas Padjadjaran dan Universitas Lampung.

SANWACANA

Puji dan Syukur peneliti panjatkan kepada Allah swt, yang telah melimpahkan rahmat dan karunia-Nya, memberikan kesehatan selalu dan memberikan yang terbaik bagi peneliti, sehingga peneliti mampu menyelesaikan tesis ini dengan baik.

Tesis dengan judul “**Determinan Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur di *Emerging Stock Market***” ini adalah salah satu syarat untuk menyelesaikan pendidikan dan memperoleh gelar Magister Manajemen pada program studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.

Peneliti menyadari bahwa selama proses penulisan dan penyusunan tesis ini mendapatkan bantuan dan bimbingan dari banyak pihak. Dengan segala kerendahan hati peneliti ingin menyampaikan terima kasih kepada:

1. Bapak Prof. Dr. Ir. Murhadi, S.E., M.Si., selaku Direktur Pascasarjana Universitas Lampung.
2. Bapak Prof. Dr. Nairobi, S.E.,M.Si., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.;
3. Ibu Prof. Dr. Mahrinasari MS, S.E., M.Sc., selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung, terima kasih atas kesediaannya dalam memberikan nasihat, masukan, kritik dan saran sehingga peneliti dapat menyelesaikan tesis ini;
4. Ibu Prof. Dr. Sri Hasnawati, S.E., M.E., selaku Pembimbing Pertama, terima kasih atas kesediaannya memberikan nasihat selama Peneliti menjadi mahasiswa dan bimbingan, masukan, kritik, saran, dan bantuan kepada penelit sehingga dapat menyelesaikan tesis ini;
5. Ibu Dr. Ernie Hernawaty, S.E., M.Si., selaku Pembimbing Kedua, terima kasih sebesar-besarnya atas kesediaan meluangkan waktu, pikiran dan nasihat selama Peneliti menjadi mahasiswa dan bimbingan, masukan, kritik, saran, dan bantuan kepada peneliti sehingga dapat menyelesaikan tesis ini;

6. Bapak Prof. Dr. Mahatma Kufepaksi, S.E., M.Sc. selaku Penguji Pertama, terima kasih atas kesediaannya dalam memberikan pengarahan, saran dan pengetahuan dalam proses penyelesaian tesis ini;
7. Bapak Dr. Irham Lihan S.E., M.Si. selaku Penguji Kedua, terima kasih atas kesediaannya dalam memberikan pengarahan, saran dan pengetahuan dalam proses penyelesaian tesis ini;
8. Bapak dan Ibu Dosen beserta Staf dan Karyawan Program Studi Magister Manajemen, atas segala ilmu dan pengetahuan yang telah diberikan selama peneliti menjadi mahasiswa.
9. Papaku Helmi Kurniawan dan mamaku Agustina yang aku cintai, terimakasih atas cinta, kasih sayang, dan perjuangannya untuk wawa dari kecil hingga sekarang. Doa mama papa selalu menyertai setiap saat.
10. Adik-adikku tercinta Muhammad Kurnia Rizqi dan Kurnia Angelyzabeth yang selalu mendukung dan mendoakan koko.
11. Mas Andri Kasrani terima kasih atas kesediaan dan kesabaran dalam membantu proses perkuliahan hingga penyelesaian tesis ini;
12. Untuk teman-teman seperjuangan, Safara, Tika, Mas Budi, Laili, Sonia, Mas David, Kevin, Tian, Kak Tiara, Ficky, Nabila, Leo, Iki, Zuhri, Mas Adi, Kak Yuanita, Bu Ertis, Mas Iyos, Mas Dirga, Mas Firman, Mas Bagus dan seluruh angkatan MM21 yang tidak bisa disebutkan satu persatu. Semoga silaturahmi dapat terjaga meski kelak sudah mengambil jalan masing-masing, selalu sehat dan sukses untuk kalian semua.
13. Terimakasih untuk Almamater Tercinta Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Padjadjaran dan Universitas Lampung
14. Semua pihak yang telah membantu, memberikan motivasi serta doa kepada penulis yang tidak dapat disampaikan satu persatu peneliti ucapkan terimakasih yang sebesar-besarnya.

Akhir kata, peneliti menyadari bahwa Tesis ini masih jauh dari kesempurnaan, akan tetapi sedikit harapan semoga Tesis ini dapat berguna dan bermanfaat bagi kita semua.

Bandar Lampung, 14 Desember 2023

Peneliti

Muhammad Kurnia Setia Negara

DAFTAR ISI

DAFTAR ISI	i
DAFTAR TABEL	iv
DAFTAR GAMBAR	v
PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	5
1.3 Maksud dan Tujuan Penelitian	6
1.3.1 Maksud Penelitian	6
1.3.2 Tujuan Penelitian	7
1.4 Manfaat Penelitian	7
TINJAUAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS	8
2.1 Kajian Pustaka	8
2.1.1. Struktur Modal	8
2.1.2 Faktor-faktor yang Memengaruhi Struktur Modal	13
2.1.3 Risiko Bisnis	13
2.1.4 Profitabilitas	15
2.1.5 Tangibility	18
2.1.6 Ukuran Perusahaan	19
2.1.7. Likuiditas	20
2.1.8 Tingkat Pertumbuhan Aset (Growth Asset)	22
2.2 Kerangka Pemikiran	23
2.2.1. Pengembangan Hipotesis	27
2.3. Penelitian Terdahulu	32
OBJEK DAN METODE PENELITIAN	37
3.1 Objek Penelitian	37
3.2 Metode Penelitian	37
3.2.1 Operasionalisasi Variabel	38
3.2.2 Variabel Bebas (<i>Independent Variables</i>)	38
3.2.3 Variabel Terikat (<i>Dependent Variables</i>)	40

3.3 Populasi dan Sampel	41
3.3.1 Populasi	41
3.3.2 Sampel	42
3.4 Jenis dan Sumber Data	44
3.5 Teknik Pengumpulan Data	44
3.6 Metode Pengujian Data	45
3.6.1 Uji Chow	45
3.6.2 Uji Hausman	45
3.6.3 Uji Asumsi Klasik	46
3.7 Analisis Data	49
3.8 Uji Hipotesis	49
3.8.1 Uji Koefisien Determinasi	49
3.8.2 Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)	50
3.8.3 Uji Signifikansi Parsial (Uji Statistik t)	51
HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN	52
4.1. Hasil Analisis	52
4.2. Analisis Statistik Deskriptif	53
4.3 Model Penelitian Regresi Data Panel	55
4.3.1 Uji Chow	56
4.3.2 Uji Hausman	57
4.4 Uji Asumsi Klasik	57
4.4.1 Uji Normalitas	57
4.4.2 Uji Multikolinieritas	59
4.4.3 Uji Autokorelasi	60
4.4.4 Uji Heteroskedastisitas	61
4.5 Uji Regresi	62
4.6 Analisis Koefisien Determinasi	65
4.7 Uji Simultan (Uji F)	66
4.8 Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji t)	66
4.9 Pembahasan	67
4.9.1 Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal	67
4.9.2 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal	68

4.9.3 Pengaruh <i>Tangibility</i> Terhadap Struktur Modal	69
4.9.4 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal	69
4.9.5 Pengaruh Likuiditas Terhadap Struktur Modal	70
4.9.6 Pengaruh Pertumbuhan Aset Terhadap Struktur Modal	71
KESIMPULAN DAN SARAN	72
5.1 Kesimpulan	72
5.2 Saran	73
DAFTAR PUSTAKA	74
LAMPIRAN	78

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
1. Penelitian Terdahulu	32
2. Operasionalisasi Variabel	40
3. Prosedur dan Pemilihan Hasil Pemilihan Sampel Perusahaan	42
4. Penentuan Sampel Perusahaan	43
5. Statistik Deskriptif Data	53
6. Uji Chow	56
7. Uji Hausman	57
8. Uji Multikolinieritas	59
9. Uji Autokorelasi	60
10. Uji Heteroskedastisitas	61
11. Uji Regresi	63
12. Koefisien Determinasi	65
13. Uji F	66
14. Ringkasan Hasil Uji Hipotesis	67

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
1. Kerangka Pemikiran	25
2. Diagram Uji Normalitas	58

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Perkembangan jumlah saham baru di bursa sangat penting bagi perkembangan kegiatan investasi di pasar modal Indonesia terutama perusahaan manufaktur. Semakin banyak perusahaan yang sukses dan berprospek baik menawarkan sahamnya kepada masyarakat melalui *go public (IPO)*, akan semakin baik pula pengelolaan portofolio dan risiko yang dilakukan oleh para investor dan pengelola investasi lainnya (Hagstrom, 2013).

Sekarang ini dunia usaha sangat tergantung sekali dengan masalah pendanaan, beberapa pakar sepakat bahwa untuk keluar dari krisis ekonomi ini sektor riil harus digerakkan untuk merangsang pertumbuhan ekonomi. Banyak hambatan yang dialami oleh dunia usaha, salah satunya yang sangat krusial adalah masalah pendanaan ini. Pendanaan adalah proses memperoleh sumber daya untuk membiayai aktivitas bisnis. Menurut Gitman & Zutter, (2015), ada enam langkah dalam proses pendanaan yaitu, menentukan kebutuhan modal, mengevaluasi opsi pendanaan, menyusun rencana pendanaan, mempersiapkan dokumen pendanaan, mencari dan mengevaluasi pemberi pinjaman, dan mengajukan pinjaman. Langkah-langkah tersebut merupakan proses yang harus dilalui perusahaan dalam mencari dan menggunakan sumber daya pendanaan yang tepat, oleh karenanya baik itu pihak manajemen maupun pihak kreditor sudah seharusnya mengetahui faktor-faktor yang berhubungan dengan masalah pendanaan ini, dengan mengetahui faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal diharapkan bisa menjadi bahan pertimbangan bagi evaluasi manajemen.

Keputusan pendanaan keuangan perusahaan akan sangat menentukan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya sehingga dapat membantu meningkatkan potensi keuntungan perusahaan dan juga akan berpengaruh terhadap risiko perusahaan itu sendiri. Jika perusahaan meningkatkan *leverage* maka perusahaan ini dengan sendirinya akan meningkatkan risiko

keuangan perusahaan dan sebaliknya perusahaan harus memerhatikan masalah pajak, karena sebagian ahli berpendapat bahwa penggunaan modal yang berlebihan akan menurunkan tingkat profitabilitas. Untuk itu sebagian manajer tidak sepenuhnya mendanai perusahaannya dengan modal tetapi juga disertai penggunaan dana melalui hutang baik itu hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang karena terkait dengan sifat penggunaan dari hutang tersebut yaitu bersifat mengurangi pajak.

Pendanaan juga dapat digunakan untuk membiayai kegiatan ekspansi atau untuk meningkatkan daya saing. Pendanaan juga dapat digunakan untuk membiayai pengembangan produk baru atau layanan baru atau untuk memperluas usaha juga dapat digunakan untuk mengurangi risiko investasi, termasuk mengurangi risiko kredit dan pasar. Pendanaan yang tepat dapat membantu perusahaan meningkatkan efisiensi operasional, memperluas jangkauan pasar, dan meningkatkan produktivitas.

Penggunaan sumber dana dalam struktur modal dapat berasal dari intern maupun ekstern perusahaan. Sumber dana intern adalah dana yang dibentuk atau dihasilkan sendiri oleh perusahaan berupa laba ditahan sedangkan sumber dana ekstern adalah dana dari para kreditur dan peserta atau pengambil bagian dalam perusahaan (Myers & Majluf, 1984). Dana yang berasal dari kreditur merupakan hutang bagi perusahaan yang dapat juga disebut dengan modal asing (Myers & Majluf, 1984).

Struktur modal dipengaruhi oleh bermacam-macam faktor baik dari luar perusahaan maupun di dalam perusahaan. Faktor eksternal perusahaan meliputi ialah stabilitas penjualan, struktur aktiva, *leverage* operasi, risiko bisnis, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, ukuran perusahaan dan fleksibilitas keuangan (Brigham & Houston, 2019)

Berdasarkan *Balance Theory* yang dikemukakan oleh Myers & Majluf (1984) perusahaan mendasarkan diri pada keputusan suatu struktur modal yang optimal. Struktur modal optimal dibentuk dengan menyeimbangkan keuntungan dari penghematan pajak atas penggunaan hutang terhadap biaya kebangkrutan. Thies & klock (1991) menyatakan bahwa variabilitas tingkat pendapatan

berpengaruh negatif terhadap penggunaan hutang. Akan tetapi Titman dkk (1988) mengatakan sebaliknya bahwa struktur modal dipengaruhi *non debt tax shield*, variabilitas pendapatan dan pertumbuhan perusahaan.

Pecking Order Theory mengatakan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal dari pada eksternal perusahaan. Penggunaan dana internal lebih didahulukan dibandingkan dengan penggunaan dana yang bersumber dari eksternal. Urut-urutan yang dikemukakan oleh teori ini dalam hal pendanaan adalah pertama laba ditahan diikuti dengan penggunaan hutang dan yang terakhir adalah penerbitan ekuitas baru (Myers & Majluf, 1984). Pemilihan urutan pendanaan ini menunjukkan bahwa pendanaan ini didasarkan dari tingkat *cost of fund* dari sumber-sumber tersebut yang juga berkaitan dengan tingkat risiko suatu investasi.

Meskipun struktur modal telah menjadi topik sentral ekonom keuangan selama beberapa dekade, tidak ada satu pun teori yang menjelaskan pilihan tepat untuk struktur modal. Ardalan (2017) bahkan menunjukkan bahwa struktur modal menjadi tidak relevan jika asumsi yang lebih tepat dibuat. Banyak makalah empiris yang memberikan hasil yang tidak meyakinkan menyoroti pentingnya penyelidikan lebih lanjut untuk menjelaskan lebih lanjut tentang masalah ini.

Banyak penelitian yang dilakukan tentang faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal. Namun dari beberapa penelitian terdahulu ada ketidakkonsistenan hasil penelitian, dimana ada variabel yang berpengaruh terhadap struktur modal sedangkan pada penelitian lainnya variabel tersebut tidak memiliki pengaruh.

Penelitian yang telah dilakukan mengenai struktur modal memiliki kesamaan dan perbedaan. Titman dkk (1988) menggunakan delapan variabel independen, Nguyen dkk (2006) menggunakan lima variabel independen, Zhang (2010) menggunakan empat variabel independen, Öztekin (2015) menggunakan lima variabel independen, Alnajjar (2015) menggunakan empat variabel independen, Kumar dkk (2017) menggunakan delapan variabel independen, Mangesti Rahayu dkk (2020) menggunakan tiga variabel, Kyissima (2020) menggunakan lima variabel, Neves (2020) menggunakan delapan variabel dan Saif-Alyousfi (2020) menggunakan sepuluh variabel. Variabel yang digunakan

pada setiap penelitian berbeda-beda, namun beberapa variabel seperti profitabilitas, ukuran perusahaan, aset berwujud, pertumbuhan, risiko bisnis, peluang investasi, dan *leverage* struktur modal selalu hadir dalam setiap penelitian. Hasil penelitian pada umumnya menunjukkan bahwa profitabilitas, risiko bisnis, dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal, sementara aset berwujud, pertumbuhan, peluang investasi, dan *leverage* struktur modal memiliki pengaruh positif.

Mobius (2012), menyebutkan bahwa *emerging markets* adalah negara-negara yang sedang berkembang di seluruh dunia yang berpotensi untuk melampaui kemajuan di negara-negara maju. *Emerging markets* dapat didefinisikan sebagai negara-negara dengan ekonomi yang cepat berkembang, dengan tingkat pertumbuhan ekonomi yang tinggi, tingkat inflasi yang rendah, tingkat pengangguran yang rendah, dan perkembangan sektor swasta yang lebih cepat daripada negara-negara maju. Negara-negara ini juga biasanya memiliki tingkat utang yang rendah dan kebijakan fiskal yang konservatif.

Emerging market, atau *emerging market economy (EME)*, mencakup sistem keuangan negara-negara yang sedang dalam proses menjadi maju dan bertransisi menuju pasar campuran atau pasar bebas. Ini adalah negara-negara yang meniru ekonomi negara maju tanpa sepenuhnya memenuhi persyaratan para ahli untuk menyebut mereka negara maju. Pasar *emerging* sering melakukan investasi strategis yang membantu meningkatkan kapasitas produksi mereka. Untuk melakukan ini, mereka berusaha untuk beralih dari ekonomi tradisional yang sebagian besar berfokus pada ekspor pertanian dan bahan mentah ke ekonomi yang berfokus pada manufaktur (Mobius. 2012).

Perkembangan sektor perekonomian yang mendukung kelancaran aktivitas ekonomi, khususnya sektor manufaktur di *Emerging Market* terutama Indonesia sangat menarik untuk dicermati. Perusahaan manufaktur merupakan salah satu sektor yang diminati oleh para investor, alasannya perusahaan manufaktur adalah perusahaan yang rawan dengan kondisi perekonomian terutama dari segi pendanaan atau struktur modal dan negara di *Emerging Market* merupakan negara

dengan perekonomian yang sangat berpotensi sehingga membutuhkan komposisi yang tepat untuk melakukan pendanaan perusahaan.

Bukti-bukti empiris diatas menunjukkan bahwa terdapat beberapa faktor yang dapat memengaruhi struktur modal, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian ulang dengan mengambil enam faktor yaitu risiko bisnis, profitabilitas, *tangibility*, ukuran perusahaan, likuiditas, dan tingkat pertumbuhan. Motivasi dilakukan penelitian ini adalah untuk menguji seberapa besar pengaruh risiko bisnis, profitabilitas, *tangibility*, ukuran perusahaan, likuiditas dan, tingkat pertumbuhan aset terhadap struktur modal di *Emerging Market* perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal di *Emerging Market*, membantu perusahaan manufaktur di dalam menentukan pemenuhan dana yang seharusnya dilakukan sehingga tujuan perusahaan dapat tercapai. Penelitian ini juga menggunakan sampel dan periode penelitian yang berbeda yaitu pada tahun 2017 sampai dengan 2021.

Berdasarkan uraian yang dikemukakan sebelumnya, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul:

“DETERMINAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR DI *EMERGING STOCK MARKET*”

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya, identifikasi masalah yang akan dibahas adalah sebagai berikut :

1. Apakah terdapat pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di *Emerging Stock Market*?
2. Apakah terdapat pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di *Emerging Stock Market*?
3. Apakah terdapat pengaruh *tangibility* terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di *Emerging Stock Market*?
4. Apakah terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di *Emerging Stock Market*?

5. Apakah terdapat pengaruh likuiditas terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di *Emerging Stock Market*?
6. Apakah terdapat pengaruh tingkat pertumbuhan aset terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di *Emerging Stock Market*?

1.3 Maksud dan Tujuan Penelitian

1.3.1 Maksud Penelitian

Berdasarkan permasalahan yang telah diidentifikasi, maka maksud dari penelitian ini adalah untuk menganalisis seberapa besar pengaruh risiko bisnis, profitabilitas, *tangibility*, ukuran perusahaan, likuiditas, dan tingkat pertumbuhan aset terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di *Emerging Stock Market*.

1.3.2 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini untuk mengetahui dan menguji :

1. Pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di *Emerging Stock Market*..
2. Pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di *Emerging Stock Market*.
3. Pengaruh *tangibility* terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di *Emerging Stock Market*.
4. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di *Emerging Stock Market*.
5. Pengaruh likuiditas terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di *Emerging Stock Market*.
6. Pengaruh tingkat pertumbuhan aset terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di *Emerging Stock Market*.

1.4 Manfaat Penelitian

Berdasarkan dengan tujuan penelitian diatas, diharapkan penelitian ini dapat memberikan manfaat sebagai berikut :

1. Bagi manajer, membantu mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal sehingga dapat mengoptimalkan kinerja yang berakibat pada komposisi struktur modal terutama di *Emerging Market*.
2. Bagi akademisi, memberi deskripsi tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal di *Emerging Market* Indonesia, dimana bukti empiris tersebut dapat dijadikan tambahan pengetahuan dalam penelitian berikutnya.
3. Bagi praktisi, hasil penelitian dapat dijadikan pedoman dalam melakukan keputusan pendanaan sehingga dapat mempertimbangkan komposisi pendanaan yang optimal untuk mencapai tujuan perusahaan terutama di *Emerging Market*.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS

2.1 Kajian Pustaka

2.1.1. Struktur Modal

Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing (jangka panjang) dengan modal sendiri. Riyanto (2011), dalam (Darmayanti, 2019) mengatakan masalah struktur modal merupakan masalah yang penting bagi setiap perusahaan, karena baik buruknya struktur modalnya akan mempunyai efek yang langsung terhadap posisi finansial perusahaan. Sedangkan menurut Brigham & Houston (2019) yang dimaksud dengan struktur modal merupakan perimbangan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Struktur keuangan adalah perimbangan antara utang dengan modal sendiri. Dengan kata lain struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan.

Teori struktur modal modern dimulai pada tahun 1958, ketika Modigliani dan Miller (selanjutnya disebut M&M) menerbitkan apa yang disebut sebagai salah satu artikel keuangan paling berpengaruh yang pernah ditulis. M&M membuktikan, dengan sekumpulan asumsi yang sangat membatasi, bahwa nilai sebuah perusahaan tidak terpengaruh oleh struktur modalnya. Atau dengan kata lain, hasil yang diperoleh M&M menunjukkan bahwa bagaimana cara sebuah perusahaan akan mendanai operasinya tidak akan berarti apa-apa, sehingga struktur modal adalah suatu hal yang tidak relevan. Akan tetapi, studi M&M didasarkan pada beberapa asumsi yang tidak realistis, termasuk hal-hal berikut: 1) tidak ada biaya pialang, 2) tidak ada pajak, 3) tidak ada biaya kebangkrutan, 4) investor dapat meminjam pada tingkat yang sama dengan perusahaan, 5) semua investor memiliki informasi yang sama dengan manajemen tentang peluang-peluang investasi perusahaan dimasa depan, 6) EBIT tidak terpengaruh oleh penggunaan hutang.

Beberapa asumsi sebelumnya merupakan suatu hal yang tidak realistis, hasil ketidakrelevanan M&M memiliki arti yang sangat penting. Dengan

menunjukkan kondisi-kondisi struktur modal, M&M juga telah memberikan petunjuk mengenai hal-hal apa yang dibutuhkan agar membuat struktur modal menjadi relevan yang selanjutnya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil karya M&M menandai awal penelitian struktur modal modern, dengan penelitian selanjutnya berfokus pada melonggarkan asumsi-asumsi M&M guna mengembangkan suatu teori struktur modal yang lebih realistis (Brigham & Houston, 2019).

1. Pengaruh Perpajakan

M&M menerbitkan makalah lanjutan pada tahun 1963 di mana di dalamnya mereka melonggarkan asumsi tidak adanya pajak perusahaan. Peraturan perpajakan memperbolehkan perusahaan untuk mengurangi pembayaran bunga sebagai suatu beban, akan tetapi pembayaran deviden kepada pemegang saham tidak dapat menjadi pengurangan pajak. Perbedaan perlakuan ini mendorong perusahaan menggunakan hutang dalam struktur modalnya. Tentu M&M mendemonstrasikan bahwa jika seluruh asumsi mereka lain yang tetap berlaku, perlakuan yang berbeda ini akan mengarah pada terjadinya suatu situasi dimana perusahaan didanai 100 persen oleh hutang.

2. Pengaruh Potensi Terjadinya Kebangkrutan.

Hasil irelevansi M&M juga tergantung pada asumsi bahwa perusahaan tidak akan bangkrut, sehingga tidak akan ada biaya kebangkrutan. Namun, kebangkrutan pada praktiknya terjadi, dalam hal ini sangat mahal biayanya. Perusahaan yang bangkrut akan memiliki beban akuntansi dan hukum yang sangat tinggi, dan juga mengalami kesulitan untuk mempertahankan pelanggan, pemasok dan karyawannya. Masalah-masalah yang berhubungan dengan kebangkrutan kemungkinan besar akan timbul ketika sebuah perusahaan memasukkan lebih banyak hutang dalam struktur modalnya. Karena itu, biaya kebangkrutan menahan perusahaan mendorong penggunaan hutangnya hingga ke tingkat yang berlebihan.

3. Model Pertukaran.

Fakta bahwa bunga adalah beban pengurangan pajak menjadikan hutang lebih murah daripada saham biasa atau saham preferen. Akibatnya, secara tidak langsung pemerintah akan membayarkan sebagian biaya dari modal hutang, atau dengan cara lain, hutang memberikan manfaat perlindungan pajak. Semakin banyak perusahaan menggunakan hutang, maka semakin tinggi nilai dan harga sahamnya, menurut asumsi tulisan Modigliani- Miller dengan pajak, harga saham sebuah perusahaan akan mencapai nilai maksimal jika perusahaan sepenuhnya menggunakan hutang 100 persen. Dalam dunia nyata, perusahaan jarang menggunakan hutang 100 persen. Alasan utama perusahaan membatasi penggunaan hutang adalah untuk menjaga biaya-biaya yang berhubungan dengan kebangkrutan tetap rendah.

4. Model Persinyalan.

M&M berasumsi bahwa investor memiliki informasi yang sama tentang prospek sebuah perusahaan seperti para manajernya, hal ini disebut informasi simetris (*symmetric information*). Namun kenyataannya, para manajer seringkali memiliki informasi yang lebih daripada pihak luar. Hal ini disebut informasi asimetris (*asymmetric information*), dan memiliki pengaruh yang penting pada struktur modal yang optimal.

5. Menggunakan Pendanaan Hutang untuk Membatasi Manajer

Perusahaan dapat mengurangi arus kas yang berlebihan dengan beragam cara. Salah satunya adalah dengan menyalurkan kembali kepada pemegang saham melalui dividen yang lebih tinggi atau pembelian kembali saham. Alternatif yang lain adalah untuk mengubah struktur modal ke arah hutang dengan harapan adanya persyaratan penutupan hutang yang lebih tinggi akan memaksa manajer untuk lebih disiplin. Jika hutang tidak tertutupi seperti yang diharuskan, perusahaan akan terpaksa dinyatakan bangkrut. Pembelian melalui hutang (*leverage buyout-LBO*) adalah satu cara untuk mengurangi kelebihan arus kas. Dalam suatu LBO hutang digunakan untuk mendanai pembelian saham sebuah perusahaan, dimana selanjutnya akan dimiliki secara pribadi.

Struktur keuangan adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitya dan dapat dilihat pada seluruh sisi kanan dari neraca yang terdiri dari hutang jangka

pendek, hutang jangka panjang, dan modal pemegang saham. Sedangkan struktur modal perusahaan adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Jadi, struktur modal suatu perusahaan hanya merupakan sebagian dari struktur keuangannya. Sedangkan struktur modal adalah bauran (proporsi) pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh hutang, ekuitas saham preferen, dan saham biasa.

Pada dasarnya, keputusan pendanaan (*financing*) perusahaan berkaitan dengan penentuan sumber-sumber dana yang digunakan untuk membiayai usulan-usulan investasi yang telah diputuskan sebelumnya. Pemenuhan kebutuhan dana tersebut dapat disediakan atau diperoleh dari sumber internal maupun eksternal perusahaan. Apabila perusahaan memenuhi kebutuhan dananya dari sumber internal, maka perusahaan tersebut melakukan pendanaan internal (*internal financing*) yaitu dalam bentuk laba ditahan. Sebaliknya, jika perusahaan memenuhi kebutuhan dananya dari sumber eksternal, maka perusahaan tersebut melakukan pendanaan eksternal (*external financing*). Pemenuhan kebutuhan dana secara eksternal dipisahkan menjadi 2 yaitu pembiayaan hutang (*debt financing*) dan pendanaan modal sendiri (*equity financing*). Pembiayaan hutang diperoleh melalui pinjaman, sedangkan pendanaan modal sendiri berasal dari emisi atau penerbitan saham.

Brigham & Houston (2019) mengatakan struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Oleh karena itu, struktur modal diukur dengan *debt to equity ratio* (*DER*). *DER* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat *leverage* (penggunaan hutang) terhadap *total shareholder's equity* yang dimiliki perusahaan. Secara matematis *DER* dapat dirumuskan sebagai berikut

$$DER = \text{Total Hutang} / \text{Total Ekuitas}$$

Total *debt* merupakan total *liabilities* (baik hutang jangka pendek maupun jangka panjang) sedangkan total *shareholder's equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan komposisi atau struktur modal dari total pinjaman (hutang) terhadap total modal yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi

DER menunjukkan komposisi total hutang (jangka pendek dan jangka panjang) semakin besar dibandingkan dengan total modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur). (Brigham & Houston, 2019)

Teori *Pecking Order* adalah teori yang menyatakan bahwa perusahaan akan mencari sumber pendanaan yang paling murah terlebih dahulu sebelum menggunakan sumber pendanaan lainnya (Neves, 2020). Myers (1984) menyatakan bahwa perusahaan tidak mempunyai struktur modal yang ditargetkan, melainkan perusahaan lebih memilih untuk bergantung pada pembiayaan internal daripada menerbitkan surat berharga yang baru. Myers dan Majluf (1984) menganjurkan bahwa heterogenitas informasi diantara para pemain pasar (*insider* dan *outsider*), perusahaan lebih memilih penerbitan yang aman sehingga akan bergantung pada laba ditahan sebanyak mungkin, hanya ketika peluang investasi melebihi arus kas mereka yang akan memanfaatkan pasar utang untuk pembiayaan eksternal serta, dalam preferensi yang lebih berisiko daripada ekuitas, akan berfungsi sebagai opsi terakhir sejauh mana perusahaan mungkin mengorbankan peluang yang menguntungkan daripada membiayai surat berharga berisiko.

Secara singkat teori ini menyatakan bahwa : (a) Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan), (b) Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas terlebih dulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan. Sesuai dengan teori ini, tidak ada suatu target *debt to equity ratio*, karena ada dua jenis modal sendiri, yaitu internal dan eksternal. Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan lebih disukai daripada modal sendiri yang berasal dari luar perusahaan. Menurut Myers & Majluf (1984) perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari modal internal, yaitu dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan dan depresiasi.

Pendanaan atas dasar *pecking order theory*, jika perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari eksternal maka urutan pendanaan yang disarankan adalah pertama dari hutang diikuti dengan penerbitan ekuitas baru (Myers & Majluf, 1984). Maksimovic didalam Yildirim (2020) mengatakan, berdasarkan data dari negara berkembang (Brasil, Meksiko, India, Korea Selatan, Yordania, Malaysia, Pakistan, Thailand, Turki dan Zimbabwe), menemukan bahwa perusahaan menghindari pembiayaan eksternal yang mahal dan menunjukkan perilaku sesuai dengan tingkat pertama *pecking order*. Chakraborty (2010), dalam studinya tentang perusahaan India, menyatakan bahwa pada masa pasca reformasi ekonomi, perusahaan menunjukkan perilaku *pecking order* yang ketat, terutama perusahaan yang cenderung meminjam dari lembaga keuangan setelah opsi pembiayaan internal habis.

2.1.2 Faktor-faktor yang Memengaruhi Struktur Modal

2.1.3 Risiko Bisnis

2.1.3.1 Pengertian Risiko Bisnis

Seluruh perusahaan pasti akan mempunyai risiko dalam kegiatan operasinya. Risiko artinya suatu kemungkinan adanya kerugian yang dihubungkan menggunakan aset tertentu. Risiko usaha merupakan risiko dimana perusahaan tidak dapat menutup biaya operasionalnya. Ini didukung menggunakan alasan bahwa perusahaan yang memiliki efek operasi yang tinggi menggunakan biaya operasi yang tetap akan menyebabkan semakin tinggi risiko bisnisnya.

Menurut Brigham & Houston (2019) risiko bisnis adalah salah satu penentu struktur modal yang paling penting, dan ini mewakili jumlah risiko yang melekat pada operasi perusahaan meskipun tidak menggunakan pembiayaan utang.. Risiko bisnis menurut Gitman & Zutter (2015) risiko bisnis sebagai risiko perusahaan tidak dapat menutupi biaya operasionalnya. Secara umum, semakin besar *leverage* operasi perusahaan dan penggunaan biaya operasi tetap maka semakin tinggi risiko bisnisnya.

Variabilitas pendapatan suatu perusahaan akan mempunyai pengaruh terhadap tingkat penggunaan modal asing, karena dapat digunakan sebagai jaminan dalam memenuhi beban tetap yang harus ditanggung oleh perusahaan

yang berupa hutang pokok dan bunga. Ada dua buah risiko yang dihadapi oleh perusahaan yaitu risiko sistematis (*systematic risk*) dan resiko tidak sistematis (*unsystematic risk*). *Unsystematic risk* merupakan risiko yang dapat didiversifikasi, sebaliknya *systematic risk* merupakan risiko yang tidak dapat didiversifikasi. *Systematic risk* disebut juga risiko pasar. Gitman & Zutter (2015) mengatakan bahwa resiko sistematis diukur dengan beta. Beta merupakan suatu pengukur volatilitas return suatu sekuritas terhadap *return* pasar. Volatilitas merupakan fluktuasi dari *return* suatu sekuritas atau portofolio. Jika fluktuasi *return* sekuritas atau portofolio secara sistematis mengikuti fluktuasi dari *return* pasar, maka beta dan sekuritas tersebut dikatakan bernilai 1. Hal ini menunjukkan bahwa risiko sistematis suatu sekuritas atau portofolio sama dengan risiko pasar.

Perry dan Rimbey (1995) mengatakan perusahaan yang mempunyai risiko tinggi akan kesulitan mencari dana eksternal. Hal ini konsisten dengan penemuan Alnajjar (2015), bahwa semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan maka perusahaan tersebut cenderung untuk mempunyai hutang yang sedikit.

2.1.3.2 Rasio Degree of Operating Leverage

Degree of operating leverage (DOL) adalah kelipatan yang mengukur seberapa besar pendapatan operasional perusahaan akan berubah sebagai respons terhadap perubahan penjualan. Perusahaan dengan proporsi biaya tetap yang besar (atau biaya yang tidak berubah dengan produksi) untuk biaya variabel (biaya yang berubah dengan volume produksi) memiliki tingkat *leverage* operasi yang lebih tinggi.

Rasio DOL membantu analisis dalam menentukan dampak dari setiap perubahan penjualan pada perusahaan pendapatan atau laba (Alnajjar 2015), dengan formula sebagai berikut :

$$DOL = \%change\ in\ EBIT / \%change\ in\ SALES$$

2.1.4 Profitabilitas

2.1.4.1 Pengertian Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan atau hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan dari

operasinya (Brigham & Houston, 2019). Untuk dapat menjaga kelangsungan hidupnya, suatu perusahaan haruslah berada dalam keadaan menguntungkan. Tanpa adanya keuntungan akan sangat sulit bagi perusahaan untuk menarik modal dari luar. Para kreditor, pemilik perusahaan dan terutama pihak manajemen perusahaan akan berusaha meningkatkan keuntungan ini, karena disadari betul betapa pentingnya arti keuntungan bagi masa depan perusahaan.

Profitabilitas suatu perusahaan akan mempengaruhi kebijakan para investor atas investasi yang dilakukan. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba akan dapat menarik para investor untuk menanamkan dananya guna memperluas usahanya, sebaliknya tingkat profitabilitas yang rendah akan menyebabkan para investor menarik dananya. Sedangkan bagi perusahaan itu sendiri profitabilitas dapat digunakan sebagai evaluasi atas efektivitas pengelolaan badan usaha tersebut.

Dalam kegiatan operasional perusahaan, profit merupakan elemen penting dalam menjamin kelangsungan perusahaan. Dengan adanya kemampuan memperoleh laba dengan menggunakan semua sumber daya perusahaan maka tujuan-tujuan perusahaan akan dapat tercapai. Pengguna semua sumber daya tersebut memungkinkan perusahaan untuk memperoleh laba yang tinggi. Laba merupakan hasil dari pendapatan oleh penjualan yang dikurangkan dengan beban pokok penjualan dan beban-beban lainnya.

Tujuan penggunaan profitabilitas bagi perusahaan maupun bagi pihak luar perusahaan adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengukur atau menghitung laba yang diperoleh perusahaan dalam satu periode tertentu.
2. Untuk menilai posisi laba perusahaan tahun sebelumnya dengan tahun sekarang.
3. Untuk menilai perkembangan laba dari waktu ke waktu.
4. Untuk mengukur produktivitas dari seluruh dana perusahaan yang digunakan baik modal sendiri.
5. Mengukur produktivitas seluruh dana perusahaan yang digunakan, baik modal pinjaman maupun modal sendiri.

6. Untuk mengukur produktivitas dari seluruh dana perusahaan yang digunakan.

Sementara itu, manfaat yang diperoleh adalah untuk:

1. Mengetahui besarnya tingkat laba yang diperoleh perusahaan dalam satu periode.
2. Mengetahui posisi laba perusahaan tahun sebelumnya dengan tahun sekarang.
3. Mengetahui perkembangan laba dari waktu ke waktu.
4. Mengetahui besarnya laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri.
5. Mengetahui produktivitas dari seluruh dana perusahaan yang digunakan baik modal pinjaman maupun modal sendiri.

2.1.4.2 Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dan juga rasio ini memberikan jawaban akhir tentang efektivitas manajemen karena menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam memperoleh suatu pengambilan bersih (*net return*) atau laba yang dihasilkan dari investasi yang telah ditanamkan atau dari penjualan. Bagi beberapa pihak, rasio profitabilitas sangat penting sebab cara perusahaan beroperasi, yang merupakan hasil dari berbagai macam kebijakan dan keputusan perusahaan. Jenis-jenis rasio profitabilitas antara lain:

1. Return On Equity (ROE)

Digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba yang tersedia bagi pemegang saham perusahaan. Rasio ini juga dipengaruhi oleh besar kecilnya hutang perusahaan, apabila proporsi hutang makin besar maka rasio ini juga semakin besar.

$$\text{Return On Equity} = (\text{Laba setelah pajak} / \text{Modal Sendiri}) \times 100\%$$

2. Return On Asset Rasio (ROA)

Digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan aktiva untuk memperoleh laba. Rasio ini mengukur tingkat kembali investasi yang telah dilakukan oleh perusahaan dengan menggunakan seluruh dana (aktiva) yang dimilikinya.

$$\text{Return On Assets Ratio} = (\text{EBIT} / \text{Total Aktiva}) \times 100\%$$

3. *Net Profit Margin (NPM)*

Rasio yang digunakan untuk menghitung sejauh mana kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih. *Net profit margin* yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih pada tingkat penjualan tertentu. Secara umum rasio yang rendah bisa menunjukkan manajemen yang tidak efisien.

$$\text{Net Profit Margin} = (\text{Laba setelah pajak} / \text{Penjualan bersih}) \times 100\%$$

4. *Gross Profit Margin(GPM)*

Rasio yang digunakan untuk mengetahui laba kotor yang dicapai setiap rupiah penjualan. *Gross profit margin* sangat dipengaruhi oleh harga pokok penjualan. Jika harga pokok penjualan naik maka *gross profit margin* akan turun, begitu pula sebaliknya.

$$\text{Gross Profit Margin} = ((\text{Penjualan-HPP}) / \text{Penjualan Bersih}) \times 100\%$$

5. *Return On Investment(ROI)*

Rasio ini menunjukkan beberapa besar laba bersih yang diperoleh perusahaan bila diukur dari nilai aktiva. Rasio ini digunakan untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan seluruh sumbernya untuk menghasilkan laba, dengan membandingkan laba setelah pajak, terhadap total aktiva. *Return on investment* yang tinggi menunjukkan efisiensi manajemen suatu perusahaan.

$$\text{Return On Investment} = (\text{Laba setelah pajak} / \text{Total Aktiva}) \times 100\%$$

6. *Earning Per Share(EPS)*

Rasio per lembar saham adalah suatu rasio yang mana bermanfaat untuk mengukur seberapa besar tiap lembar saham dapat menghasilkan laba bagi pemiliknya. Jadi rasio ini sering digunakan investor untuk menganalisis kemampuan perusahaan dalam mencetak laba berdasarkan saham yang dipunyai. Para calon pemegang saham tertarik dengan *earning per share* yang besar, karena hal ini merupakan salah satu indikator suatu perusahaan.

$$\text{Earning per Share} = (\text{Laba bersih} / \text{Jumlah Saham Yang Beredar}) \times 100\%$$

Penelitian ini melakukan perhitungan Profitabilitas dengan *Return On Asset Rasio (ROA)*, rasio ini mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba

berdasarkan tingkat aset tertentu. Profitabilitas mempengaruhi perusahaan yang mengumumkan rugi atau profitabilitas yang rendah. Ini berkaitan dengan akibat yang dapat ditimbulkan oleh pasar terhadap pengumuman rugi tersebut bagi perusahaan.

Berdasarkan definisi sebelumnya, maka dalam penelitian ini yang menjadi tolak ukur tingkat profitabilitas yaitu *Return On Asset Ratio* (ROA) yang diperoleh dengan persamaan berikut:

$$\text{ROA} = (\text{EBIT} / \text{Total Aktiva}) \times 100\%$$

Keterangan :

Return on Asset (ROA) : Rasio Tingkat Profitabilitas

EBIT : Jumlah laba bersih setelah pajak

Total Aktiva : Jumlah aktiva yang dimiliki oleh perusahaan

Berdasarkan persamaan diatas, maka ROA merupakan perbandingan antara jumlah laba yang dihasilkan terhadap aset yang digunakan, sehingga menunjukkan sejumlah perusahaan mampu untuk menghasilkan laba dari sumber daya (*asset*) yang dimiliki. Dengan demikian kemungkinan Profitabilitas yang diukur dengan *Return on Asset* dapat mempengaruhi struktur modal.

2.1.5 Tangibility

2.1.5.1 Pengertian Tangibility

Tangibility asset atau struktur aktiva perusahaan memainkan peranan krusial dalam memilih pembiayaan perusahaan. Perusahaan yang memiliki aktiva tetap jangka panjang yang tinggi, dikarenakan permintaan produk mereka tinggi. Hal tersebut akan menyebabkan penggunaan hutang jangka panjang. Perusahaan yang sebagian aktivaanya berupa piutang dan persediaan barang yang nilainya sangat tergantung pada kestabilan taraf profitabilitas, tidak terlalu tergantung pada pembiayaan jangka pendek. Aset-aset yang berwujud (*tangible*) mampu dijadikan agunan untuk menerima pinjaman dan pada biasanya lebih berharga pada saat likuidasi dibandingkan menggunakan aktiva tidak berwujud (*intangible asset*).

Pengertian Tangibility Asset menurut Brigham & Houston (2019) adalah sebagai berikut: “*Tangibility Assets is a balance or a comparison between fixed asset and total asset.*” Dari penjelasan tersebut bisa disimpulkan bahwa aktiva atau aset artinya segala sumber daya dan harta yang dimiliki perusahaan untuk

digunakan dalam operasinya. Suatu perusahaan pada biasanya memiliki dua jenis aktiva yaitu aktiva lancar dan aktiva tetap. Kedua unsur aktiva ini akan menghasilkan struktur aktiva atau *tangibility asset*. Struktur aktiva suatu perusahaan akan tampak dalam sisi sebelah kiri neraca.

Maka pengukuran *tangibility asset* dapat dilakukan dengan menggunakan rasio berikut : $Tangibility\ Asset = Aktiva\ Tetap / Total\ Aset$

2.1.6 Ukuran Perusahaan

2.1.6.1 Pengertian Ukuran Perusahaan

Menurut Brigham dan Houston (2019) ukuran perusahaan adalah ukuran besar kecilnya sebuah perusahaan yang dapat dilihat dari total aset, total penjualan, jumlah laba, beban pajak dan lain-lain. Ukuran perusahaan adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecil perusahaan menurut berbagai cara, antara lain: total aktiva, *log size*, nilai pasar saham, dan lain-lain. Pada dasarnya menurut Suwito dan Herawaty (2005) ukuran perusahaan hanya terbagi dalam 3 kategori yaitu : “perusahaan besar (*large firm*), perusahaan menengah (*medium-size*) dan perusahaan kecil (*small firm*). Penentuan ukuran perusahaan ini didasarkan kepada total aset perusahaan”.

2.1.6.2 Kategori Ukuran Perusahaan

Menurut Badan Standardisasi Nasional dalam Suwito dan Herawaty (2005) ,kategori ukuran perusahaan ada 3 yaitu:

1. Perusahaan Kecil

Perusahaan dapat dikategorikan perusahaan kecil apabila memiliki kekayaan bersih lebih dari 50.000.000,- dengan paling banyak 500.000.000,- tidak termasuk bangunan tempat usaha, atau memiliki hasil penjualan tahunan lebih dari 300.000.000,- sampai dengan paling banyak 2.500.000.000,-.

2. Perusahaan Menengah

Perusahaan dapat dikategorikan perusahaan menengah apabila memiliki kekayaan bersih lebih dari 500.000.000,- sampai dengan paling banyak 10.000.000.000,- tidak termasuk bangunan tempat usaha, atau memiliki hasil penjualan tahunan lebih dari 2.500.000.000,- sampai dengan paling banyak 50.000.000.000,-.

3. Perusahaan Besar

Perusahaan dapat dikategorikan perusahaan besar apabila memiliki kekayaan bersih lebih dari 10.000.000.000,- tidak termasuk bangunan tempat usaha atau memiliki hasil penjualan tahunan lebih dari 50.000.000.000,-

2.1.7. Likuiditas

Likuiditas adalah seberapa besar kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Likuiditas merupakan perbandingan antara aktiva lancar dengan hutang lancar perusahaan. Semakin tinggi likuiditas perusahaan maka semakin baik kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya (Gitman & Zutter 2015). Penelitian yang dilakukan oleh Kumar dkk (2017) menyebutkan likuiditas mempunyai pengaruh yang positif terhadap struktur modal dimana semakin tinggi likuiditas maka struktur modalnya juga semakin meningkat.

Likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya. Menurut Gitman & Zutter (2015) masalah likuiditas adalah berhubungan dengan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. *Pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan akan lebih memilih menggunakan pendanaan dari internal perusahaan. Perusahaan yang mempunyai likuiditas yang tinggi akan mengurangi pendanaan melalui utang.

2.1.7.1 Rasio Likuiditas

1. *Current Ratio* (Rasio Lancar)

Dalam rasio ini akan diketahui sejauh mana aktiva lancar perusahaan dapat digunakan untuk menutupi kewajiban jangka pendek atau utang lancarnya. Semakin besar perbandingan aktiva lancar dengan utang lancar maka artinya semakin tinggi pula kemampuan perusahaan dalam menutupi kewajiban utang lancarnya. Tingginya Rasio lancar dapat menunjukkan adanya uang kas berlebih yang bisa berarti dua hal yaitu besarnya keuntungan yang telah diperoleh atau akibat tidak digunakannya keuangan perusahaan secara efektif untuk berinvestasi. Rumus *Current Ratio* :

Rasio Lancar = Aktiva Lancar (*Current Ratio*) / Utang Lancar (*Current Liabilities*) x 100%

2. *Quick Ratio* (Rasio Cepat)

Rasio ini akan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendek dengan menggunakan aktiva lancar atau tanpa memperhitungkan persediaan karena persediaan akan membutuhkan waktu yang lama untuk diuangkan dibanding dengan aset lainnya. *Quick Ratio* ini terdiri dari piutang dan surat-surat berharga. Jadi semakin besar rasio, semakin baik juga posisi keuangan perusahaan. Jika hasilnya mencapai 1:1 atau 100%, maka ini akan berakibat baik jika terjadi likuidasi karena perusahaan akan mudah untuk membayar kewajibannya. Rumus *Quick Ratio* : $Quick Ratio = \frac{Current Assets - Inventory}{Current Liabilities} \times 100\%$

3. *Cash Ratio* (Rasio Kas)

Rasio ini digunakan untuk mengukur besarnya uang kas yang tersedia untuk melunasi kewajiban jangka pendek yang ditunjukkan dari tersedianya dana kas atau setara kas, contohnya rekening giro. Jika hasil rasio menunjukkan 1:1 atau 100% atau semakin besar perbandingan kas dengan utang maka akan semakin baik . Rumus *Cash Ratio* :

$$Cash Ratio = \frac{Cash \text{ or } Cash \text{ Equivalent}}{Current Liabilities} \times 100\%$$

4. *Cash Turnover Ratio* (Rasio Perputaran Kas)

Rasio ini akan menunjukkan nilai relatif antara nilai penjualan bersih terhadap kerja bersih. Modal kerja bersih merupakan seluruh komponen aktiva lancar dikurangi total utang lancar. Rasio ini dihitung dengan cara membagi nilai penjualan bersih dengan modal kerja. Rasio ini menunjukkan seberapa besar penjualan untuk modal kerja yang dimiliki perusahaan. Rumus *Cash Turnover Ratio* :

$$Rasio \text{ Perputaran Kas} = \frac{Penjualan \text{ Bersih}}{Modal \text{ Kerja Bersih}} \times 100\%$$

2.1.8 Tingkat Pertumbuhan Aset (*Growth Asset*)

Pertumbuhan dinyatakan sebagai pertumbuhan total aset dimana pertumbuhan aset masa lalu akan menggambarkan profitabilitas yang akan datang dan pertumbuhan yang datang (Brigham & Houston 2019). *Growth* adalah perubahan (penurunan atau peningkatan) total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Pertumbuhan aset dihitung sebagai persentase perubahan aset pada saat tertentu terhadap tahun sebelumnya. Berdasarkan definisi di atas dapat dijelaskan *Growth* merupakan perubahan total aset baik berupa peningkatan maupun penurunan yang dialami oleh perusahaan selama satu periode (satu tahun).

Pertumbuhan aset menggambarkan pertumbuhan aktiva perusahaan yang akan mempengaruhi profitabilitas perusahaan yang menyakini bahwa persentase perubahan total aktiva merupakan indikator yang lebih baik dalam mengukur *growth* perusahaan (Brigham & Houston, 2019). Ukuran yang digunakan adalah dengan menghitung proporsi kenaikan atau penurunan aktiva. Pada penelitian ini, pertumbuhan perusahaan diukur dari proporsi perubahan aset, untuk membandingkan kenaikan atau penurunan atas total aset yang dimiliki oleh perusahaan.

Tingkat pertumbuhan suatu perusahaan akan menunjukkan sampai seberapa jauh perusahaan akan menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaannya. Dalam hubungannya dengan *leverage*, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi sebaiknya menggunakan ekuitas sebagai sumber pembiayaannya agar tidak terjadi biaya keagenan (*agency cost*) antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan, sebaliknya perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah sebaiknya menggunakan hutang sebagai sumber pembiayaan karena penggunaan hutang akan mengharuskan perusahaan tersebut membayar bunga secara tetatur.

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan potensial yang tinggi memiliki kecenderungan untuk menghasilkan arus kas yang tinggi di masa yang akan datang dan kapitalisasi pasar yang tinggi sehingga memungkinkan perusahaan untuk memiliki biaya modal rendah, oleh sebab itu, *leverage* memiliki hubungan negatif dengan tingkat pertumbuhan sehingga semakin tinggi pertumbuhan, maka semakin

rendah pula rasio hutang terhadap ekuitas, dengan asumsi variabel yang lain konstan.

2.2 Kerangka Pemikiran

Teori struktur modal bertujuan memberikan landasan berpikir untuk mengetahui struktur modal yang optimal. Suatu struktur modal dikatakan optimal apabila dengan tingkat risiko tertentu dapat memberikan nilai perusahaan yang maksimal. Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham. Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Bagi perusahaan yang menerbitkan saham di pasar modal, harga saham yang diperjualbelikan di bursa merupakan indikator nilai perusahaan (Mangesti Rahayu, 2020).

Keputusan struktur modal dalam perusahaan merupakan hal yang penting. Pentingnya struktur modal ini karena adanya pilihan kebutuhan antara memaksimalkan *return* (meminimalkan biaya modal) dengan kemampuan perusahaan dalam menghadapi lingkungan bisnis yang kompetitif. Pada umumnya, suatu perusahaan dapat memilih alternatif struktur modal. Persoalannya adalah apakah perusahaan menggunakan hutang yang besar atau hanya menggunakan hutang yang sangat kecil. Nilai perusahaan adalah sama dengan nilai pasar saham ditambah pasar hutang. Apabila besarnya nilai saham akan meningkatkan nilai perusahaan. Apabila hutang berubah, maka struktur modal akan berubah pula. Perubahan dalam struktur modal akan menguntungkan bagi pemegang saham, jika nilai perusahaan meningkat.

Berbagai faktor yang mempengaruhi struktur modal diantaranya adalah risiko bisnis, profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, dan pertumbuhan aset. Faktor yang memiliki hubungan dengan struktur modal adalah risiko bisnis, yang menjadi sebuah acuan untuk menentukan besaran modal yang dikeluarkan berdasarkan besaran risiko bisnis itu sendiri. Risiko bisnis dapat meningkat ketika perusahaan menggunakan hutang yang tinggi untuk memenuhi kebutuhan pendanaannya. Risiko timbul seiring dengan munculnya beban biaya atas pinjaman yang dilakukan perusahaan. Semakin besar beban biaya yang harus ditanggung

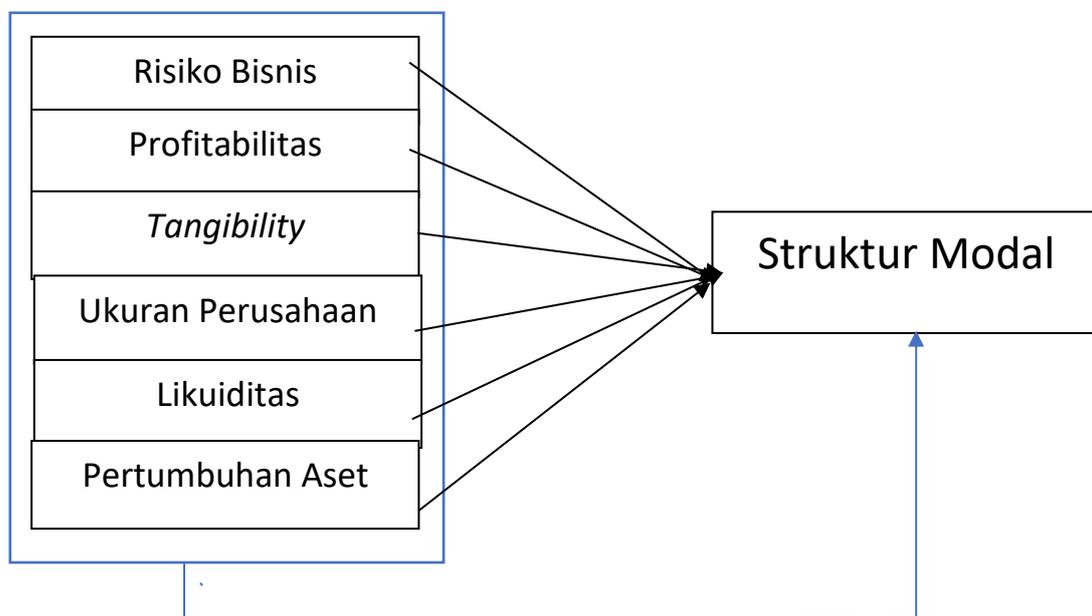
maka semakin risiko yang dihadapi perusahaan juga semakin besar. Hasil penelitian membuktikan bahwa perusahaan dengan risiko yang tinggi seharusnya menggunakan hutang yang lebih sedikit untuk menghindari kemungkinan kebangkrutan (Titman dkk., 1988). Sejalan dengan penelitian M Alnajjar, (2015) menunjukkan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan, namun hal tersebut bertentangan dengan penelitian Yuliana dkk (2015) yang menyatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh positif terhadap struktur modal. Profitabilitas juga salah satu faktor lain yang mempengaruhi struktur modal. (Brigham & Houston, 2019), mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengambilan yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Neves, (2020) mengatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Salah satu faktor yang mempengaruhi struktur modal juga adalah ukuran perusahaan dan likuiditas hal ini dibuktikan didalam penelitian Roslan, (2022) yang menyebutkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal dan didalam penelitian Kahya, (2020) menyebutkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Semakin besar pertumbuhan perusahaan akan semakin besar dana yang dibutuhkan dan semakin besar pula hutang yang digunakan. Sejalan dengan penelitian Yuliana (2015) dan Liang, (2020), yang mengatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Kumar (2017) memiliki pendapat berbeda mengenai ukuran perusahaan, bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Menurut *pecking order theory*, perusahaan yang mempunyai likuiditas yang tinggi akan cenderung tidak menggunakan pembiayaan dari hutang. Hal ini disebabkan perusahaan dengan likuiditas yang tinggi mempunyai dana internal yang besar, sehingga perusahaan tersebut akan lebih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu untuk membiayai investasinya sebelum menggunakan pembiayaan eksternal melalui hutang. Penelitian Kahya, (2020) yang menyimpulkan bahwa likuiditas mempunyai pengaruh negatif dan secara parsial berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Menurut Brigham & Houston (2019), perusahaan yang

mempunyai tingkat pertumbuhan tinggi lebih cenderung menggunakan sumber dana dari luar. Sejalan dengan penelitian Kumar (2017) dan Vo (2017) yang mengatakan bahwa pertumbuhan aset perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Sebaliknya, Danila (2020) menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Berdasarkan kajian literatur diatas maka dapat digambarkan kerangka pemikiran sebagai berikut :

Gambar 1

Kerangka Pemikiran



2.2.1. Pengembangan Hipotesis

2.2.1.1 Pengaruh Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal

Brigham & Houston (2019) menyatakan bahwa risiko bisnis merupakan risiko aset perusahaan jika perusahaan tidak menggunakan hutang. Teori *Pecking Order* menyatakan bahwa perusahaan lebih suka menggunakan sumber dana internal, seperti laba ditahan dan kas operasional, sebelum mempertimbangkan opsi lain. Ini disebabkan oleh asumsi bahwa informasi internal perusahaan lebih dapat dipercaya daripada informasi eksternal. Dalam konteks risiko bisnis yang tinggi, perusahaan mungkin lebih memilih untuk mengandalkan sumber pendanaan internal untuk mengurangi ketergantungan pada pasar finansial yang mungkin lebih rentan terhadap fluktuasi eksternal.

Pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal dengan pendekatan Teori *Pecking Order* dapat dilihat melalui preferensi perusahaan untuk meminimalkan biaya informasi eksternal dan memilih sumber dana yang lebih dapat diandalkan. Dalam situasi risiko bisnis yang tinggi, perusahaan cenderung menghindari penggunaan hutang dan lebih condong pada pendanaan internal atau ekuitas. Hal ini karena manajemen cenderung enggan memberikan sinyal negatif kepada investor dengan memperoleh hutang di tengah kondisi bisnis yang tidak pasti. Hasil penelitian dari Neves (2020) menunjukkan bahwa semakin kecil perusahaan maka akan menghadapi risiko perusahaan yang lebih besar, menghindari pembiayaan eksternal bahkan karena bank menyadari volatilitas pendapatan sebelum bunga dan pajak (EBIT) perusahaan-perusahaan tersebut. Hasil penelitian lain juga membuktikan bahwa perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi akan menggunakan utang yang lebih sedikit (Roslan, 2022).

H₁ : Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

2.2.1.2 Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Profitabilitas yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang tinggi bagi pemegang saham. Semakin besar keuntungan yang diperoleh semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividennya, dan hal ini berdampak pada kenaikan nilai perusahaan.

Dengan rasio profitabilitas yang tinggi yang dimiliki sebuah perusahaan akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya diperusahaan.

Tujuan utama dari perusahaan adalah mendapatkan profit yang sebesar-besarnya. Dengan adanya tujuan tersebut, maka semua kegiatan operasional perusahaan berfokus pada bagaimana perusahaan dapat menghasilkan keuntungan dan aset yang besar. Perusahaan yang memiliki tingkat keuntungan yang besar cenderung memiliki hutang yang kecil. Dimana perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan mendanai kegiatan operasionalnya menggunakan sumber pendanaan internal daripada sumber pendanaan eksternal. Perusahaan yang memiliki sumber pendanaan internal yang besar cenderung menggunakan laba ditahan yang besar daripada menambah hutang perusahaan karena menggunakan sumber pendanaan internal memiliki risiko yang rendah dibandingkan menggunakan sumber pendanaan eksternal.

Teori *pecking order* mengimplikasikan bahwa manajer perusahaan akan lebih memilih untuk menggunakan sumber pendanaan internal, seperti laba yang dihasilkan dari operasi, daripada sumber pendanaan eksternal, seperti utang atau ekuitas. Hal ini dikarenakan biaya modal eksternal biasanya lebih tinggi daripada biaya modal internal. Oleh karena itu, teori *pecking order* menyatakan bahwa kenaikan profitabilitas akan meningkatkan pendanaan internal, sehingga memungkinkan perusahaan untuk mengurangi sumber modal eksternal. Dengan kata lain, teori *pecking order* menyatakan bahwa profitabilitas yang lebih tinggi akan mengurangi struktur modal. Menurut teori *pecking order*, perusahaan yang memperoleh laba lebih memilih untuk mengganti utang dengan dana internal. Jika terdapat informasi asimetris tentang kualitas perusahaan, perusahaan yang memperoleh laba dapat menggunakan utang yang lebih tinggi, untuk menandakan kualitas mereka ke pasar. Disisi lain, perusahaan yang memperoleh laba lebih memilih untuk tidak meningkatkan ekuitas eksternal untuk menghindari potensi dilusi kepemilikan.. Hasil penelitian dari Li dan Stathis (2017) menunjukkan bahwa semakin besar profitabilitas perusahaan maka semakin kecil struktur modal perusahaan. Peningkatan profitabilitas akan meningkatkan laba ditahan, sesuai dengan *pecking order theory* yang mempunyai kecenderungan pendanaan pertama

dengan dana internal berupa laba ditahan, sehingga komponen modal sendiri semakin meningkat. Dengan demikian, tingkat profitabilitas akan berpengaruh terhadap struktur modal.

H₂ : Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

2.2.1.3. Pengaruh *Tangibility* terhadap Struktur Modal

Kebanyakan perusahaan industri dimana sebagian modalnya tertanam dalam aktiva tetap (*fixed asset*). Perusahaan yang mempunyai aktiva tetap dalam jumlah besar bisa memakai hutang dalam jumlah besar, hal ini disebabkan karena dari skala perusahaan besar akan lebih praktis mendapatkan akses ke sumber dana dibandingkan menggunakan perusahaan kecil. Jika aktiva perusahaan cocok digunakan untuk dijadikan jaminan kredit perusahaan tersebut cenderung memakai banyak hutang menurut Brigham & Houston (2019) bahwa: “Perusahaan yang struktur aktivanya memiliki perbandingan aktiva tetap jangka panjang lebih besar akan memakai hutang jangka panjang lebih banyak karena aktiva tetap yang ada dapat dipergunakan menjadi jaminan hutang.” Dengan demikian struktur aktiva bisa dipergunakan untuk memilih seberapa besar hutang jangka panjang yang bisa diambil dan hal ini akan berpengaruh pula terhadap penentuan besarnya struktur modal.

Teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan akan lebih cenderung menggunakan dana internal sebelum menggunakan dana eksternal. Menurut teori ini, struktur modal dapat dipengaruhi oleh tangibilitas. Neves (2020) mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki aktiva yang lebih *tangibles* akan lebih cenderung untuk menggunakan dana eksternal untuk membiayai investasi. Hal ini karena investor lebih cenderung memiliki kepercayaan yang lebih tinggi pada aktiva yang nyata, oleh karena itu, perusahaan yang memiliki proporsi *Fixed Asset* yang lebih tinggi cenderung memiliki komposisi struktur modal yang lebih banyak.

H₃ : *Tangibility* berpengaruh positif terhadap struktur modal

2.2.1.4. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal

Menurut Neves (2020) bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Teori *Pecking Order* juga menyatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

Menurut teori ini, perusahaan besar lebih memilih untuk mengandalkan dana internal untuk menutupi kebutuhan modal kerja, karena biaya hutang menjadi lebih mahal. Selain itu, perusahaan besar juga memiliki akses lebih mudah ke sumber dana lain seperti ekuitas luar dan penawaran saham. Kebiasaan ini menyebabkan perusahaan besar cenderung mengandalkan dana internal dan ekuitas luar dibandingkan dengan hutang. Kembali ke ukuran perusahaan, perusahaan kecil biasanya memiliki akses terbatas ke sumber dana lain selain hutang, sehingga mengandalkan hutang untuk menutupi kebutuhan modal kerja. Perusahaan kecil yang memiliki sumber dana internal yang terbatas juga akan menggunakan hutang untuk menutupi kebutuhan modal kerja. Dalam kesimpulannya, ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Perusahaan besar cenderung menggunakan dana internal dan ekuitas luar untuk menutupi kebutuhan modal kerja, sedangkan perusahaan kecil cenderung menggunakan hutang untuk menutupi kebutuhan modal kerja. (Neves, 2020). Bagi penulis ini, perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki akses yang lebih baik ke pasar modal dan sumber daya finansial yang lebih besar, oleh karena itu, mereka mungkin lebih mampu untuk meminjam uang atau menerbitkan saham baru sebagai sumber pendanaan. Hubungan ini didukung oleh teori *pecking order*. (Neves, 2020).

H4 : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

2.2.1.5. Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal

Perusahaan yang mempunyai likuiditas yang tinggi akan cenderung tidak menggunakan pembiayaan dari hutang (Neves, 2020). Hal ini disebabkan perusahaan dengan likuiditas yang tinggi memilih untuk menggunakan arus kas internal mereka sebelum menggunakan utang atau ekuitas eksternal. Secara umum, likuiditas mewakili kemampuan entitas untuk melakukan transaksi dengan cepat dan efisien tanpa memerlukan penurunan harga yang signifikan atau pengurangan margin keuntungan.

Likuiditas sangat penting bagi perusahaan yang mengandalkan arus kas untuk menjalankan operasi perusahaan. Hal ini karena tingkat likuiditas memengaruhi kemampuan perusahaan untuk menggunakan dana yang perusahaan miliki secara efisien, serta berperan penting dalam menentukan struktur modal

perusahaan. Hasil penelitian dari Kahya, (2020) mengatakan bahwa semakin tidak likuid perusahaan maka menunjukkan peningkatan pembiayaan jangka pendek, hal ini dapat menyebabkan peningkatan hutang jangka panjang dan *leverage*. Teori *Pecking Order* menyatakan bahwa perusahaan lebih cenderung untuk menggunakan arus kas internal mereka sebelum menggunakan utang atau ekuitas eksternal. Jika arus kas internal tidak cukup untuk membiayai operasi, perusahaan harus menggunakan utang atau ekuitas eksternal untuk mendanai operasi mereka. Dengan demikian, semakin tinggi tingkat likuiditas yang dimiliki suatu perusahaan, semakin kecil kemungkinan perusahaan akan terpaksa menggunakan utang atau ekuitas eksternal untuk membiayai operasi mereka (Kahya, 2020).

H₅ : Likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

2.2.1.6. Pengaruh Pertumbuhan Aset terhadap Struktur Modal

Pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan aset perusahaan. Pertumbuhan perusahaan menggambarkan tingkat ekspansi yang diusahakan oleh perusahaan dengan melihat pertumbuhan aktiva yang digunakan dalam kegiatan operasional. Menurut Myers (1984), cara yang lebih disukai untuk mengurangi biaya informasi asimetris adalah dengan mendanai sumber daya. Secara khusus, perusahaan akan lebih memilih menggunakan laba ditahan di tempat pertama, kemudian hutang berisiko rendah, hutang berisiko tinggi dan, sebagai sumber daya terakhir, ekuitas baru. sumber daya terakhir, ekuitas baru. Akhirnya, ketika perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang lebih tinggi menghadirkan asimetri informasi yang lebih besar, mereka menemukan bahwa utang yang tinggi adalah bentuk sinyal kualitas investasi mereka. (Vo 2017)

Kumar (2017) dan Vo (2017) menemukan bahwa hubungan antara pertumbuhan perusahaan dan keputusan struktur modal adalah hubungan yang positif. Mereka menegaskan bahwa perusahaan yang sedang tumbuh pesat tidak akan mengeluarkan saham dengan harga tertentu untuk membiayai proyek, karena hal itu tidak akan mengoptimalkan nilai proyek tersebut. Sebaliknya, perusahaan akan menggunakan utang untuk mendanai proyek baru, dan setelah proyek tersebut terbukti menguntungkan dengan meningkatkan laba, barulah perusahaan akan

mengeluarkan saham dengan harga yang lebih tinggi atau menggunakan laba yang telah disimpan.

Perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan tinggi punya kebutuhan besar akan pendanaan dan akan menyimpan laba ditahan mereka. Akibatnya perusahaan akan mencoba lebih banyak hutang untuk mempertahankan rasio hutang dan modalnya (Li dan Stathis, 2017). Menghubungkannya dengan *Pecking order theory* dimana pertumbuhan akan menyebabkan perusahaan untuk menggeser kebijakannya dari mengisukan saham menjadi hutang jangka panjang terlebih dahulu.

H₆ : Pertumbuhan aset berpengaruh positif terhadap struktur modal.

2.3. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian yang telah dilakukan terkait pengaruh risiko bisnis, profitabilitas, *tangibility*, ukuran perusahaan, likuiditas, dan pertumbuhan aset terhadap struktur modal.

Tabel 1

Tabel Penelitian Terdahulu

Nama	Tahun	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
Titman dkk	1988	The determinants of capital structure choice	Uniqueness, Firm-size, Profitability, Current Debt, berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Capital Structure Non-debt tax shields, Volatility, Collateral Value, Future Growth tidak berpengaruh terhadap Capital Structure
Dinh Khoi Nguyen dkk	2006	Capital Structure in Small and Medium sized Enterprises: The Case of Vietnam	Tangibility berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Capital Structure Profitability, Ownership tidak berpengaruh terhadap Capital Structure Firm Size, Business Risk, berpengaruh positif terhadap Capital Structure
Lipson & Mortal	2009	Liquidity and Capital Structure	ekuitas yang lebih likuid memiliki leverage yang lebih rendah dan lebih memilih pembiayaan ekuitas saat meningkatkan modal

			Likuiditas berpengaruh negative terhadap struktur modal
Zhang	2010	The Product Category Effects on Capital Structure: Evidence from the SMEs of British Manufacturing Industry	Profitability, Tangibility, dan Size berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Capital Structure Growth berpengaruh positif terhadap Capital Structure
Alom	2013	Capital structure choice of Bangladeshi firm – an empirical investigation	Profitability, Collateral, Liquidity berpengaruh negative terhadap Capital Structure Impact of Market to BV berpengaruh positif terhadap Capital Structure Dividend Payment, Size tidak berpengaruh terhadap Capital Structure
Öztekin	2015	Capital Structure Decisions around the World: Which Factors Are Reliably Important?	Profits dan Inflations berpengaruh negatif terhadap Capital Structure Firm Size, Tangibility, Industry Leverage berpengaruh positif terhadap Capital Structure
M Alnajjar	2015	Business Risk Impact on Capital Structure: A Case of Jordan Industrial Sector	Business Risk dan Sales of Growth berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal Profitability dan Size of The Firm berpengaruh positif terhadap Struktur Modal
Yuliana dkk	2015	Pengaruh Risiko Bisnis, Ukuran Perusahaan dan	Risiko Bisnis, Ukuran Perusahaan

		Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal	berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap struktur modal Pertumbuhan Penjualan Perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap Struktur Modal
Kumar dkk	2017	Research on capital structure determinants: a review and future directions	Profitability, Age, Non-Debt Tax Shields, Business Risk berpengaruh negatif terhadap <i>Leverage</i> Tangibility, Size, Growth, Liquidity berpengaruh positif terhadap <i>Leverage</i>
Xuan Vinh Vo	2017	Determinants of capital structure in emerging markets: Evidence from Vietnam	Growth, Tangibility, Size, dan Likuiditas berpengaruh positif terhadap <i>Leverage</i> Profitability tidak berpengaruh terhadap <i>Leverage</i>
Li & Stathis	2017	Determinants of Capital Structure in Australia: an analysis of important factors	Profitability, Capital Expenditure, Investment Tax Credit, Growth, Tangibility berpengaruh negative terhadap <i>Leverage</i> Size, Market to Book Value Assets berpengaruh positif terhadap <i>Leverage</i>
Mangesti Rahayu dkk	2019	The reciprocal relationship between profitability and capital structure and its impacts on the corporate values of manufacturing companies in Indonesia	profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas merupakan faktor penentu terhadap struktur modal perusahaan
Kyissima dkk	2019	Analysis of capital structure	ukuran, profitabilitas dan peluang investasi

		stability of listed firms in China	memiliki pengaruh pada struktur modal, sedangkan aset berwujud tidak berpengaruh
Saif-Alyousfi dkk	2020	Determinants of capital structure: evidence from Malaysian firms	profitabilitas, peluang pertumbuhan, perlindungan pajak, likuiditas dan arus kas volatilitas memiliki dampak negatif terhadap ukuran utang. Namun, efek agunan, non-utang volatilitas pajak dan laba pada ukuran utang adalah positif
Panda & Nanda	2020	Determinants of capital structure; a sector-level analysis for Indian manufacturing firms	Tangibility, Growth, Non-Debt Tax Shield, Profitability berpengaruh negative terhadap Capital Structure Tax Rate, Firm Size berpengaruh positif terhadap Capital Structure
Kahya	2020	Determinants of capital structure for firms in an Islamic equity index: comparing developed and developing countries	Profitability, Moral hazard, Liquidity, Bankruptcy, Financial development berpengaruh negatif terhadap Capital Structure Size, Market Valutaion, dan GDP growth berpengaruh positif terhadap Capital Structure
Danila	2020	Growth Opportunities, Capital Structure and Dividend Policy in Emerging Market: Indonesia Case Study	Higher Investment berpengaruh negative terhadap Capital Structure Growth Opportunities berpengaruh positif terhadap Capital Structure

Neves	2020	Capital structure decisions in a period of economic intervention Empirical evidence of Portuguese companies with panel data	Profitability, Business Risk, Age, Liquidity, Growth berpengaruh negative terhadap Capital Structure Tangibility, Size, Inflation Rate berpengaruh positif terhadap Capital Structure
Liang	2020	Firm characteristics and capital structure: evidence from asean-4 economies	Size, Profitability, Tangibility, Non-Debt Tax Shield berpengaruh negative terhadap Capital Structure
Roslan	2022	Determinant of Capital Structure From Shariah-Compliant in The Industrial Products and Services	Size dan Profitability berpengaruh negative terhadap Capital Structure Business Risk tidak berpengaruh signifikan terhadap Capital Structure

Dari tabel di atas, dapat disimpulkan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal meliputi profitabilitas, ukuran perusahaan, tingkat pajak, perlindungan pajak non utang, peluang pertumbuhan, laba, likuiditas, arus kas volatilitas, efek agunan, tangibilitas, dan pertumbuhan penjualan. Faktor-faktor ini terbukti berpengaruh positif atau negatif terhadap struktur modal, tergantung pada kondisi negara yang berbeda..

BAB III

OBJEK DAN METODE PENELITIAN

3.1 Objek Penelitian

Objek penelitian merupakan sesuatu yang menjadi perhatian dalam suatu penelitian. Objek penelitian ini menjadi sasaran dalam penelitian untuk mendapatkan jawaban ataupun solusi dari permasalahan yang terjadi. Objek penelitian yang dimaksud adalah faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, yaitu risiko bisnis, profitabilitas, *tangibility*, ukuran perusahaan, likuiditas, dan pertumbuhan aset. Unit analisis dan ruang lingkup penelitian adalah perusahaan-perusahaan *go public*, yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2017-2021. Teknik pengumpulan data dan analisa data dengan menggunakan pendekatan kuantitatif.

3.2 Metode Penelitian

Menurut Sekaran (2019), metode penelitian pada dasarnya merupakan cara ilmiah untuk mendapatkan data dengan tujuan dan kegunaan tertentu dengan ciri-ciri keilmuan, yaitu rasional, empiris, dan sistematis.

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode analisis *explanatory* dengan pendekatan kuantitatif. Metode analisis *explanatory* merupakan untuk menjelaskan hubungan antara suatu variabel dengan variabel lainnya atau bagaimana satu variabel mempengaruhi variabel lainnya (Sekaran, 2019)

Menurut Sekaran (2019), dalam penelitian kuantitatif, analisis data menggunakan statistik. Statistik yang digunakan dapat berupa statistik deskriptif dan inferensial/induktif. Statistik inferensial dapat berupa statistik parametris dan statistik nonparametris. Peneliti menggunakan statistik inferensial bila penelitian dilakukan pada sampel yang dilakukan secara random. Data hasil analisis selanjutnya disajikan dan diberikan pembahasan. Penyajian data dapat berupa tabel,

tabel distribusi frekuensi, grafik garis, grafik batang, *piechart* (diagram lingkaran), dan *pictogram*. Pembahasan hasil penelitian merupakan penjelasan yang mendalam dan interpretasi terhadap data-data yang telah disajikan.

Dalam penelitian ini, metode analisis *explanatory* dengan pendekatan kuantitatif tersebut digunakan untuk menguji apakah ada pengaruh antara risiko bisnis, profitabilitas, *tangibility*, ukuran perusahaan, likuiditas, dan pertumbuhan aset terhadap struktur modal serta menguji teori dengan pengujian suatu hipotesis apakah diterima atau ditolak.

3.2.1 Operasionalisasi Variabel

Variabel adalah segala sesuatu yang berbentuk apa saja yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari sehingga diperoleh informasi tentang hal tersebut, kemudian ditarik kesimpulannya (Sekaran, 2019). Operasional variabel penelitian akan menentukan tujuan penelitian yang telah ditetapkan sebelumnya. Dalam penelitian ini terdapat lima variabel independen (X) yang digunakan, yaitu Risiko Bisnis (X_1), Profitabilitas (X_2), *Tangibility* (X_3) Ukuran Perusahaan (X_4), Likuiditas (X_5), dan Pertumbuhan Aset (X_6). Sedangkan untuk variabel dependen (Y) digunakan adalah Struktur Modal.

3.2.2 Variabel Bebas (*Independent Variables*)

Variabel bebas adalah variabel yang mempengaruhi variabel lainnya. Variabel ini mempengaruhi atau menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel terikat (Sugiyono, 2011).

3.2.2.1 Risiko Bisnis

Menurut Alnajjar (2015) yaitu risiko bisnis dipengaruhi oleh volatilitas dalam pendapatan dan pendapatan menjadi tidak stabil ketika lingkungan tidak menentu. Dalam pendekatan statistik, risiko bisnis diartikan sebagai variabilitas laba operasi atau laba sebelum bunga dan pajak (*earning before interest and tax – EBIT*) Risiko bisnis ini diukur dengan menggunakan *Degree of Operating Leverage* yaitu dengan membagi perubahan persentase tahunan EBIT dengan perubahan persentase tahunan penjualan.

3.2.2.2 Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan atau bisnis untuk menghasilkan laba atau keuntungan dari aktivitas operasionalnya (Brigham & Houston, 2019). Profitabilitas juga bisa disebut sebagai suatu ukuran dalam persentase yang digunakan untuk menilai sejauh mana perusahaan mampu menghasilkan laba pada tingkat yang dapat diterima. Angka profitabilitas dinyatakan antara lain dalam angka laba sebelum atau sesudah pajak, laba investasi, pendapatan per saham, dan laba penjualan. Nilai profitabilitas menjadi norma ukuran bagi kesehatan perusahaan. Dalam penelitian ini pengukuran terhadap profitabilitas diukur dengan ROA yaitu membandingkan laba sebelum bunga dan pajak dengan total aset dengan rumus $ROA = EBIT/Total\ asset$ (Neves, 2020).

3.2.2.3 Tangibility

Tangibility assets atau struktur aktiva adalah perbandingan antara aktiva tetap dengan total aktiva. Total aktiva tetap diketahui dengan menjumlahkan rekening-rekening aktiva tetap berwujud seperti tanah, gedung, mesin dan peralatan, kendaraan dan aktiva berwujud lainnya kemudian dikurangi akumulasi penyusutan aktiva tetap. Untuk mengetahui total aktiva adalah dengan menjumlahkan aktiva lancar diantaranya kas, investasi jangka pendek, piutang wesel, piutang usaha, persediaan, serta biaya dibayar dimuka dan aktiva tidak lancar (Kieso, 2018). Rekening yang termasuk pada aktiva tidak lancar adalah investasi jangka panjang, aktiva tetap, aktiva tetap tidak berwujud, beban yang ditangguhkan, serta aktiva lain-lain. Dalam penelitian tangibility diukur dengan rumus, $Tangibility = Total\ Fixed\ Assets/Total\ Assets$ (Neves, 2020).

3.2.2.4 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecil perusahaan menurut berbagai cara, antara lain: total aktiva, *log size*, nilai pasar saham, dan lain-lain (Li dan Stathis, 2017). Ukuran perusahaan di penelitian ini mengklasifikasikan besar kecil perusahaan menggunakan total aktiva.

3.2.2.5. Likuiditas

Likuiditas didefinisikan kemampuan suatu perusahaan untuk segera menyelesaikan hutang jangka pendek dengan aset lancar yang dimilikinya. Rasio likuiditas yang digunakan untuk mengukur likuiditas dalam penelitian ini diwakili oleh current ratio, yaitu merupakan perbandingan antara aktiva lancar dengan hutang lancar pada perusahaan manufaktur di BEI tahun 2017 – 2021. Dalam penelitian ini likuiditas menggunakan rumus, *Current Ratio = Current Assets/Current Liabilities* (Saif-Alyousfi dkk, 2020).

3.2.2.6. Pertumbuhan Aset

Pertumbuhan perusahaan dihitung dengan menghitung presentase selisih total assets perusahaan tahun berjalan dengan tahun sebelumnya. Pertumbuhan perusahaan-perusahaan dalam daftar ini menunjukkan tren yang meningkat, hal ini berarti sebagian besar perusahaan dalam daftar ini meningkatkan jumlah Total Asetnya setiap tahun.

3.2.3 Variabel Terikat (*Dependent Variables*)

Variabel terikat adalah variabel yang keberadaannya dipengaruhi oleh variabel bebas. Variabel ini dipengaruhi atau terjadi akibat karena adanya variabel bebas (Sekaran, 2019). Variabel terikat yang digunakan pada penelitian ini adalah Struktur Modal.

Struktur Modal adalah ditentukan dengan membandingkan total hutang jangka panjang atas modal sendiri perusahaan .

Tabel 2

Tabel Operasionalisasi Variabel

No.	Variabel	Indikator	Skala Pengukuran
1.	Struktur Modal (Saif-Alyousfi dkk, 2020)	$DER = \frac{Total\ Long-term\ Debt}{Total\ Equity}$	Rasio

2.	Risiko Bisnis (M Alnajjar, 2015)	$Risiko\ Bisnis_{(KVEBIT)} = \frac{\%change\ in\ EBIT}{\%change\ in\ SALES}$	Rasio
3.	Profitabilitas (Neves, 2020)	$ROA = \frac{EBIT}{Total\ Assets}$	Rasio
4.	Tangibility (Neves, 2020)	$Tangibility = \frac{Total\ Fixed\ Assets}{Total\ Assets}$	Rasio
5.	Ukuran Perusahaan (Li & Stathis, 2017)	Total Aset (LnAsset)	Rasio
6.	Likuiditas (Saif-Alyousfi dkk, 2020)	$Current\ Ratio = \frac{Current\ Assets}{Current\ Liabilities}$	Rasio
7.	Pertumbuhan Aset (Li & Stathis, 2017)	$Growth = \frac{Total\ Assets\ t - Total\ Assets\ t-1}{Total\ Assets\ t-1}$	Rasio

3.3 Populasi dan Sampel

3.3.1 Populasi

Populasi mengacu pada keseluruhan kelompok orang, kejadian, atau hal minat yang ingin peneliti investigasi (Sekaran, 2019). Pengujian pada penelitian ini dilakukan pada tahun 2017 sampai dengan tahun 2021 sebagai kondisi yang paling aktual dengan waktu penelitian. Populasi yang digunakan didalam penelitian ini setelah melakukan tahap eliminasi awal adalah seluruh perusahaan manufaktur

yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2017-2021 yang berjumlah 125 perusahaan.

Proses eliminasi populasi sesuai kriteria bisa dilihat dari tabel berikut:

Tabel 3
Prosedur Eliminasi Populasi Perusahaan

No.	Kriteria	Jumlah Perusahaan
1	Perusahaan tahun 2021	214
2	Perusahaan yang tidak dapat diteliti karena perusahaan tersebut ada di tahun 2017 tetapi tidak ada di tahun 2018, atau 2019, 2020, dan 2021, atau sebaliknya	55
3	Perusahaan yang tidak mengeluarkan laporan keuangan dan laporan tahunan tahun 2017 sampai dengan tahun 2021	34
4	Populasi yang diperoleh sesuai kriteria (perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI di tahun penelitian 2017, 2018, 2019, 2020, dan 2021)	125

Sumber: Lampiran 4

3.3.2 Sampel

Sampel yang digunakan didalam penelitian ini dipilih dengan metode *simple purposive sampling*, adalah metode pengambilan sampel yang digunakan peneliti dalam penelitian yang secara sengaja memilih subjek atau elemen sampel berdasarkan kriteria tertentu yang sesuai dengan tujuan penelitian (Sekaran, 2019). Pemilihan sampel dilakukan secara cermat dan disengaja untuk mencapai tujuan penelitian tertentu, sehingga sampel yang diambil dianggap mewakili populasi dengan karakteristik yang relevan.

Untuk menentukan berapa jumlah sampel yang dibutuhkan dapat ditentukan dengan menggunakan rumus perhitungan Slovin sebagai berikut:

$$n = N \text{ dibagi } 1 + N e^2$$

Keterangan:

n = ukuran sampel yang diinginkan

N = ukuran populasi

e = batas ketelitian yang diinginkan (signifikansi sebesar 5%)

$$n = 125 \text{ dibagi } 1 + 125(5\%^2)$$

$$n = 95$$

Berdasarkan perhitungan dengan perhitungan Slovin jumlah sampel yang diambil adalah 95 perusahaan per tahunnya, dikarenakan penelitian ini menggunakan 7 variabel dan 5 tahun maka total data adalah 3.325 data.

Untuk menentukan 95 perusahaan sampel dari 125 perusahaan populasi, maka peneliti membagi menjadi 25 set yang satu set-nya terdiri dari 5 perusahaan, dengan bantuan situs *research* yaitu *Research Randomizers* (www.randomizer.org), lalu peneliti akan menentukan 6 set yang akan dihapus dari 25 set yang tersedia dengan menggunakan bantuan situs *Wheel Generator* (www.wheelgenerator.com). Hasil dari *Wheel Generator* yang akan dihapus sebagai penentuan sampel perusahaan, peneliti menandainya dengan warna kuning.

Berikut adalah tabel set penentuan sampel perusahaan dibawah ini

Tabel 4
:Set Penentuan Sampel Perusahaan

Set 1	Set 2	Set 3	Set 4	Set 5
48	71	79	102	12
31	80	6	40	17
18	29	88	74	11
23	112	83	111	34
57	67	59	96	115
Set 6	Set 7	Set 8	Set 9	Set 10
82	77	19	117	9
106	39	44	15	52
16	56	27	38	53
43	4	28	104	124
22	99	107	1	26

Set 11	Set 12	Set 13	Set 14	Set 15
13	49	86	35	94
122	101	2	55	47
81	85	113	24	63
58	103	37	87	65
30	75	120	10	114
Set 16	Set 17	Set 18	Set 19	Set 20
3	97	100	125	33
41	25	95	54	42
20	84	62	78	110
32	76	91	93	7
8	121	116	64	36
Set 21	Set 22	Set 23	Set 24	Set 25
14	61	51	118	70
60	92	98	90	46
45	68	50	89	73
69	21	119	108	109
5	123	105	66	72

Sumber : Lampiran 5

3.4 Jenis dan Sumber Data

Data hasil penelitian merupakan data sekunder, yaitu :

Data sekunder adalah data yang diperoleh atau dikumpulkan penulis dari berbagai sumber yang telah ada. Data sekunder dapat diperoleh dari berbagai sumber seperti, laporan keuangan, *annual report*, bahan bacaan, jurnal penelitian, bahan pustaka, dan laporan-laporan penelitian.

3.5 Teknik Pengumpulan Data

Pengumpulan data digunakan untuk mendapatkan informasi yang dibutuhkan penulis untuk mencapai tujuan-tujuan penelitian. Adapun teknik pengumpulan data yang dilakukan dalam penelitian ini adalah :

1. Studi kepustakaan secara manual

Studi kepustakaan dilakukan untuk memperoleh informasi-informasi yang berkaitan dengan penelitian ini sebagai landasan teori yang kuat sebagai suatu hasil ilmiah. Penelitian kepustakaan meliputi pengumpulan teori dari buku-buku karangan ahli ekonomi, jurnal dan artikel-artikel yang dapat mendukung penelitian.

1. Studi kepustakaan secara *on-line*

Studi kepustakaan *on-line* dilakukan untuk memperoleh informasi-informasi yang berkaitan dengan penelitian ini sebagai landasan teori yang kuat sebagai suatu hasil ilmiah. Penelitian kepustakaan ini melakukan pengumpulan teori dari buku elektronik karangan ahli ekonomi, jurnal elektronik, laporan keuangan dan *annual report* berupa *softcopy* yang dipublikasikan oleh www.idx.co.id

3.6 Metode Pengujian Data

3.6.1 Uji Chow

Chow test atau biasa disebut dengan uji *F statistics* merupakan pengujian statistic yang bertujuan untuk memilih apakah lebih baik menggunakan model *pooled least square* atau *fixed effect*. *Pooled least square* tidak memperhatikan dimensi individu maupun waktu, metode estimasinya menggunakan *ordinary least squares* (OLS). *Fixed effect model* mengasumsikan bahwa dalam berbagai kurun waktu, karakteristik masing-masing individu adalah berbeda. Jika nilai probability chi square $< 0,05$, maka model yang digunakan adalah *fixed effect*. Jika probability chi square $> 0,05$, maka model yang digunakan adalah *common effect model*.

3.6.2 Uji Hausman

Uji Hausman dapat didefinisikan sebagai pengujian statistik untuk memilih apakah model *fixed effect* atau *random effect* yang paling tepat digunakan. Model *random effect* akan mengestimasi data panel dimana residual mungkin saling berhubungan antar waktu dan antar individu. Jika nilai probability chi square $<$

0,05, maka model yang digunakan adalah *fixed effect*. Jika probability chi square > 0,05, maka model yang digunakan adalah *random effect model*.

3.6.3 Uji Asumsi Klasik

Tujuan dari dilakukan uji asumsi klasik adalah untuk menghindari estimasi yang bias karena tidak semua data dapat diterapkan dengan melakukan analisis regresi dalam penelitian ini menggunakan pengujian yang meliputi normalitas, uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas.

3.6.3.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, variabel pengganggu atau residual mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Pengujian ini dapat dilakukan melalui analisis grafik dan analisis statistik (Ghozali, 2006).

1. Analisis Grafik

Salah satu cara termudah untuk melihat normalitas residual adalah dengan melihat grafik histogram yang membandingkan antara dua observasi dengan distribusi yang mendekati normal. Namun demikian, hanya dengan melihat histogram, hal ini dapat membingungkan, khususnya untuk jumlah sampel yang kecil. Metode lain yang dapat digunakan adalah dengan melihat *normal probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Dasar pengambilan keputusan dari analisis *normal probability plot* adalah sebagai berikut :

a. Jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.

b. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

2. Analisis Statistik

Untuk mendeteksi normalitas data dapat dilakukan pula melalui analisis statistik yang salah satunya dapat dilihat melalui *Kolmogorov-Smirnov* (K-S). Dasar pengambilan keputusan dalam uji K-S adalah sebagai berikut :

a. Apabila nilai signifikansi atau nilai probabilitas $> 0,05$ atau 5 persen maka data terdistribusi secara normal.

b. Apabila nilai signifikansi atau nilai probabilitas $< 0,05$ atau 5 persen maka data tidak terdistribusi normal.

3.6.3.2 Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas terjadi apabila terdapat hubungan yang sempurna antara variabel independen dalam satu model. Model penelitian yang baik adalah apabila variabel-variabel independennya tidak memiliki hubungan yang sempurna.

Penyakit multikolinearitas ini dapat dideteksi dengan cara membuat matriks korelasi antar variable independen dalam model penelitian. Apabila koefisien korelasi lebih dari atau sama dengan 0,90 mengindikasikan di dalam model tersebut terdapat penyakit multikolinearitas. Dalam model yang baik koefisien korelasi antar variable independennya harus di bawah 0,90. Cara lain mendeteksi penyakit ini adalah dengan melihat R^2 -nya. Apabila nilai R^2 -nya tinggi namun dari hasil regresi banyak variabel independen yang memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap variabel dependen merupakan indikasi awal terdapatnya multikolinearitas (Sekaran, 2019)

3.6.3.3 Uji Heterokedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Sekaran, 2019) Jika varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau yang tidak terjadi heteroskedastisitas.

Pengujian untuk mendeteksi ada atau tidaknya heterokedasitas adalah dengan melihat *graphic plot* antara nilai prediksi variabel dependen yaitu ZPRED dengan residualnya SRESID (Sekaran, 2019). Apabila pada grafik scatterplot titik menyebar di atas maupun di bawah nilai nol pada sumbu Y, maka dapat disimpulkan model regresi tidak mengandung adanya heterokedasitas atau dapat disebut terjadi homokedasitas. Jika terdapat pola tertentu yang teratur, seperti bergelombang, melebar kemudian menyempit maka menunjukkan telah terjadi heterokedasitas.

Heterokedasitas pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan *Breusch-Pagan-Godfrey Heteroskedasticity Test* dengan kriteria sebagai berikut:

- Jika Probabilitas $> 0,05$ maka H_0 diterima
- Jika Probabilitas $< 0,05$ maka H_0 ditolak

3.6.3.4 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan mengetahui apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka ditengarai ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lain. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi, dilakukan pengujian *Lagrange Multiplier (LM test)*. Uji autokorelasi dengan *LM test*, digunakan untuk penelitian diatas 100 observasi. Uji ini memang lebih tepat digunakan dibandingkan uji *Durbin-Watson* terutama bila sampel yang digunakan relatif banyak dan derajat autokorelasi lebih dari satu. Uji LM akan menghasilkan statistik *Breusch-Godfrey* sehingga uji LM juga disebut sebagai uji *Breusch-Godfrey (BG test)*.

3.7 Analisis Data

Pada penelitian ini, pengujian dilakukan dengan analisis regresi linier berganda, yaitu suatu metode statistik yang umum digunakan untuk meneliti hubungan antara sebuah variabel dependen dengan beberapa variabel independen.

Adapun model regresi yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$Y = a + b_1.X_1 + b_2.X_2 + b_3.X_3 + b_4.X_4 + b_5.X_5 + b_6.X_6 + e$$

Keterangan:

Y	=	<i>Struktur Modal</i>
a	=	Konstanta
X_1	=	<i>Risiko Bisnis</i> perusahaan
X_2	=	<i>Profitabilitas</i> perusahaan
X_3	=	<i>Tangibility</i> perusahaan
X_4	=	<i>Ukuran Perusahaan</i> perusahaan
X_5	=	<i>Likuiditas</i> perusahaan
X_6	=	<i>Pertumbuhan Aset</i> perusahaan
$b_1 - b_6$	=	koefisien regresi dari masing-masing variabel independen
e	=	error atau variabel lainnya yang mempengaruhi

3.8 Uji Hipotesis

3.8.1 Uji Koefisien Determinasi

Koefisien Determinasi (R^2) bertujuan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2006). Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas.

Jika untuk mengukur besarnya pengaruh variabel independen (X) terhadap variabel dependen (Y) digunakan koefisien determinasi maka untuk mengukur besarnya faktor-faktor lain selain variabel independen (X) terhadap variabel

dependen (Y) digunakan koefisien non determinasi, yaitu suatu bilangan yang dinyatakan dalam persentase dengan nilai 100% dikurangi koefisien determinasi. Dinyatakan sebagai berikut : $r^2 + k^2 = 100\%$

Keterangan: r^2 = koefisien determinasi

k^2 = koefisien nondeterminasi

3.8.2 Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama atau simultan terhadap variabel dependen. Hipotesis nol adalah *joint* hipotesis bahwa $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ secara simultan sama dengan nol (Sekaran, 2019)

Bentuk pengujian hipotesis ini digunakan untuk mengetahui pengaruh antara variabel bebas dan variabel tak bebas secara keseluruhan atau simultan. Rumus pengujian ini adalah :

$$F = \frac{R^2 (n - k - 1)}{k (1 - R^2)}$$

Keterangan :

R^2 = koefisien determinasi

k = jumlah variabel bebas

n = jumlah sampel

Nilai F hasil perhitungan di atas, kemudian dibandingkan dengan F table atau F yang diperoleh dengan menggunakan tingkat signifikansi 5 % (0,05) dan *degree of freedom* pembilang dan penyebut, yaitu $df_1 = k$ dan $df_2 = n-k-1$ dimana kriteria uji F untuk mengetahui signifikan tidaknya pengaruh variabel bebas terhadap variabel tak bebas secara bersama-sama, yaitu :

1. Terima H_0 jika $F \text{ hitung} < F \text{ table}$ atau $p\text{-value} > 0,05$
2. Tolak H_0 jika $F \text{ hitung} \geq F \text{ table}$ atau $p\text{-value} < 0,05$

3.8.3 Uji Signifikansi Parsial (Uji Statistik t)

Menurut (Sekaran, 2019), uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variabel dependen. Uji ini dilakukan dengan membandingkan nilai t-statistik dengan nilai t-tabel. Dalam penelitian ini digunakan uji hipotesis satu pihak

Rumus pengujian ini adalah :

$$t_{hit} \frac{b}{Se(b)}, \text{derajat bebas} = n - k - 1$$

Kriteria Uji Pihak Kiri:

1. Terima H0 jika $-t_{tabel} < t_{hitung}$
2. Tolak H0 jika $-t_{tabel} > t_{hitung}$

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian terhadap 95 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2017-2021 menunjukkan :

1. Risiko bisnis, profitabilitas, *tangibility*, ukuran perusahaan, likuiditas, dan pertumbuhan aset berpengaruh terhadap struktur modal secara simultan
2. Risiko bisnis berpengaruh positif terhadap struktur modal. Artinya, peningkatan risiko bisnis akan menaikkan struktur modal perusahaan.
3. Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Artinya, peningkatan profitabilitas akan menurunkan struktur modal perusahaan.
4. *Tangibility* berpengaruh positif terhadap struktur modal. Artinya, peningkatan *tangibility* akan menaikkan struktur modal perusahaan.
5. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Artinya, tinggi rendahnya ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.
6. Likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Artinya, peningkatan likuiditas akan menurunkan struktur modal perusahaan.
7. Pertumbuhan aset berpengaruh positif terhadap struktur modal. Artinya, peningkatan pertumbuhan aset akan menaikkan struktur modal perusahaan.

Dari hasil yang telah dijelaskan maka dapat disimpulkan bahwa perilaku perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2017 – 2021 cenderung menggunakan pendekatan *Pecking Order theory* dalam menentukan struktur modal perusahaannya dapat dilihat dari profitabilitas yang tinggi cenderung mengarahkan perusahaan untuk lebih mengandalkan pendanaan internal daripada hutang sebagai pilihan utama dalam struktur modalnya, tingkat tangibilitas aset perusahaan memiliki kecenderungan untuk lebih mengandalkan utang ketika aset bersifat fisik atau berwujud, karena memberikan jaminan yang lebih dapat diterima bagi pemberi pinjaman, likuiditas yang tinggi cenderung mengurangi kebutuhan perusahaan mengandalkan utang eksternal, karena sumber dana internal seperti kas dan setara kas dapat lebih mudah diakses untuk membiayai kebutuhan investasi, pertumbuhan aset yang cepat cenderung meningkatkan ketergantungan perusahaan pada pendanaan eksternal. Hal ini mendukung hasil penelitian dari Yıldırım dan Çelik (2021) yang mengatakan bahwa negara-negara *emerging market* dan *developing market* cenderung memiliki sifat yang mendukung *pecking order theory* dalam menentukan struktur modal perusahaannya.

5.2 Saran

Pertimbangan yang dapat digunakan untuk perbaikan penelitian-penelitian selanjutnya dijabarkan sebagai berikut :

1. Penelitian selanjutnya diharapkan untuk menggunakan sampel perusahaan yang dilihat dari sektor usaha lainnya. Hal ini untuk mengetahui adanya pengaruh struktur modal dengan jenis sektor usaha lainnya.
2. Menambah variabel lain yang mungkin dapat berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini kemungkinan masih banyak faktor-faktor yang dapat memengaruhi struktur modal selain variabel-variabel yang telah digunakan dalam penelitian ini seperti *non debt tax shield*, *ownership structure* , tingkat inflasi, tingkat pajak, *growth opportunities*, dll.

Penelitian lain yang serupa juga dapat dilakukan untuk mengonfirmasi hasil penelitian ini dengan menggunakan pendekatan uji yang berbeda seperti *trade-off theory* dan *agency cost theory* dan atau menambahkan variabel lain yang dirasa dapat memengaruhi struktur modal

DAFTAR PUSTAKA

- Ardalan, K. (2017). Capital structure theory: Reconsidered. *Research in International Business and Finance*, 39, 696–710. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.11.010>
- Allini, A., Rakha, S., McMillan, D. G., & Caldarelli, A. (2018). Pecking order and market timing theory in emerging markets: The case of Egyptian firms. *Research in international business and finance*, 44, 297-308.
- Berzkalne, I., & Zelgalve, E. (2014). Intellectual Capital and Company Value. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 110, 887–896. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2013.12.934>
- Bougie, R., & Sekaran, U. (2019). *Research methods for business: A skill building approach*. John Wiley & Sons.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (n.d.). *Fundamentals of financial management*.
- Chakraborty, I. (2010). Capital structure in an emerging stock market: The case of India. *Research in international business and finance*, 24(3), 295-314.
- Danila, N., Noreen, U., Azizan, N. A., Farid, M., & Ahmed, Z. (2020). Growth Opportunities, Capital Structure and Dividend Policy in Emerging Market: Indonesia Case Study. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), 1-8.
- Data, A., Alhabsji, T., Rahayu, M., & Handayani, S. R. (2017). Effect of Growth, Liquidity, Business Risk and Asset Usage Activity, Toward Capital Structure, Financial Performance and Corporate Value (Study at Manufacturing Companies Listed in Indonesia Stock Exchange in 2010-2015). In *European Journal of Business and Management* www.iiste.org ISSN (Vol. 9, Issue 24). www.iiste.org
- Dinh Khoi Nguyen, T., Nguyen, T., Dinh, K., Ramachandran, N., Dinh, T., & Nguyen, K. (2006). Capital Structure in Small and Medium-sized Enterprises: The Case of Vietnam Capital Structure in Small and Medium-sized Enterprises: The Case of Vietnam Capital Structure in Small and Medium-sized Enterprises The Case of Vietnam. *Article) ASEAN Economic Bulletin*, 23(2), 192–211. <https://doi.org/10.1353/ase.2007.0006>
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (n.d.). *Global edition • Principles of Managerial Finance FoUrTeenTh edITION*. www.pearsonmylab.com.
- Hagstrom, R. G. (2013). *The Warren Buffett Way*. John Wiley & Sons.
- Kahya, E. H., Ersen, H. Y., Ekinici, C., Taş, O., & Simsek, K. D. (2020). Determinants of capital structure for firms in an Islamic equity index: comparing developed and developing countries. *Journal of Capital Markets Studies*, 4(2), 167-191.
- Karadeniz, E., Kandir, S. Y., Balcilar, M., & Onal, Y. B. (2009). Determinants of capital structure: Evidence from Turkish lodging companies. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 21(5), 594–609. <https://doi.org/10.1108/09596110910967827>

- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). American Finance Association A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage A STATE-PREFERENCE MODEL OF OPTIMAL FINANCIAL LEVERAGE. In *Source: The Journal of Finance* (Vol. 28, Issue 4).
- Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. In *International Journal of Managerial Finance* (Vol. 13, Issue 2, pp. 106–132). Emerald Group Publishing Ltd. <https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2014-0135>
- Kyissima, K. H., Xue, G. Z., Yapatake Kossele, T. P., & Abeid, A. R. (2020). Analysis of capital structure stability of listed firms in China. *China Finance Review International*, 10(2), 213–228. <https://doi.org/10.1108/CFRI-05-2018-0044>
- Liang, C. C., Liu, Y., Troy, C., & Chen, W. W. (2020). Firm characteristics and capital structure: Evidence from ASEAN-4 economies. In *Advances in pacific basin business, economics and finance* (Vol. 8, pp. 149-162). Emerald Publishing Limited.
- Li, H., & Stathis, P. (2017). Determinants of capital structure in Australia: an analysis of important factors. *Managerial Finance*, 43(8), 881–897. <https://doi.org/10.1108/MF-02-2017-0030>
- Li, L., & Islam, S. Z. (2019). Firm and industry specific determinants of capital structure: Evidence from the Australian market. *International Review of Economics & Finance*, 59, 425-437.
- Lipson, M. L., & Mortal, S. (2009). Liquidity and capital structure. *Journal of Financial Markets*, 12(4), 611–644. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2009.04.002>
- M Alnajjar, M. I. (2015). *Business Risk Impact on Capital Structure: A Case of Jordan Industrial Sector*. <https://www.researchgate.net/publication/329498361>
- Mangesti Rahayu, S., Suhadak, & Saifi, M. (2020). The reciprocal relationship between profitability and capital structure and its impacts on the corporate values of manufacturing companies in Indonesia. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 69(2), 236–251. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-05-2018-0196>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). *American economic Review VOLUME XLVIII JUNE 1958 NUMBER THREE THE COST OF CAPITAL, CORPORATION FINANCE AND THE THEORY OF INVESTMENT*.
- Moh', M. A., Perry, L. G., & Rimbey, J. N. (1998). *Financial The Review EFA Eastern Finance Association The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis*.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). CORPORATE FINANCING AND INVESTMENT DECISIONS WHEN FIRMS HAVE INFORMATION THAT INVESTORS DO NOT HAVE*. In *Journal of Financial Economics* (Vol. 13).

- Neves, M. E., Serrasqueiro, Z., Dias, A., & Hermano, C. (2020). Capital structure decisions in a period of economic intervention: Empirical evidence of Portuguese companies with panel data. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(3), 465-495.
- Orlova, S., Harper, J. T., & Sun, L. (2020). Determinants of capital structure complexity. *Journal of Economics and Business*, 110, 105905.
- Öztekin, Ö. (2015). Capital Structure Decisions around the World: Which Factors Are Reliably Important? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(3), 301–323. <https://doi.org/10.1017/S0022109014000660>
- Panda, A. K., & Nanda, S. (2020). Determinants of capital structure; a sector-level analysis for Indian manufacturing firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 69(5), 1033–1060. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-12-2018-0451>
- PANDUAN PRAKTIS EKONOMETRIKA: Konsep Dasar dan Penerapan Menggunakan EViews 10.* (n.d.).
- Roslan, E. N., Khaidzir, H. S., Azman, N., Jizad, F. A. M., & Zainoddin, A. I. (2022). Determinant of Capital Structure From Shariah-Compliant in The Industrial Products and Services. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 12(1), 2548-2558.
- Saif-Alyousfi, A. Y. H., Md-Rus, R., Taufil-Mohd, K. N., Mohd Taib, H., & Shahar, H. K. (2020). Determinants of capital structure: evidence from Malaysian firms. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 12(3–4), 283–326. <https://doi.org/10.1108/APJBA-09-2019-0202>
- Schepens, G. (2016). Taxes and bank capital structure. *Journal of financial Economics*, 120(3), 585-600.
- Thies, C. F., & Klock, M. S. (1992). Determinants of capital structure. *Review of Financial Economics*, 1(2), 40.
- Titman, S., Wessels, R., Franks, J., Mayers, D., Masulis, R., & Torous, W. (1988). *THE JOURNAL OF FINANCE * VOL. XLIII, NO. 1 * The Determinants of Capital Structure Choice.*
- Umdiana, N., & Claudia, H. (2020). Struktur Modal Melalui Trade Off Theory. *Jurnal Akuntansi Kajian Ilmiah Akuntansi (JAK)*, 7(1), 52. <https://doi.org/10.30656/jak.v7i1.1930>
- Weygandt, J. J., Kimmel, P. D., & Kieso, D. E. (2018). *Financial accounting with international financial reporting standards.* John Wiley & Sons.
- Yanti, I. G. A. D. N., & Darmayanti, N. P. A. (2019). *Pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur modal, dan likuiditas terhadap nilai perusahaan makanan dan minuman* (Doctoral dissertation, Udayana University).

- Yıldırım, D., & Çelik, A. K. (2021). Testing the pecking order theory of capital structure: Evidence from Turkey using panel quantile regression approach. *Borsa Istanbul Review*, 21(4), 317-331.
- Yuliana, N. P., Sawitri, R., & Lestari, P. V. (2015). *PENGARUH RISIKO BISNIS, UKURAN PERUSAHAAN DAN PERTUMBUHAN PENJUALAN TERHADAP STRUKTUR MODAL*. 4(5), 1238–1251.
- Zhang, Y. (2010). The Product Category Effects on Capital Structure: Evidence from the SMEs of British Manufacturing Industry. *International Journal of Business and Management*, 5(8). www.ccsenet.org/ijbm