

Analisis Faktor-Faktor yang Memengaruhi Struktur Modal

Rita Njo^{1*} dan Jonnardi²

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Tarumanagara, Jakarta, Indonesia

Email Address:

ritanjo1405@gmail.com

Abstract: *The purpose of this study is to obtain empirical evidence on the effect of profitability, asset structure, and liquidity on capital structure for consumer goods industry companies listed in Indonesian Stock Exchange during year 2016-2020. Sample was selected using simple random sampling method amounted to 36 samples. Data processed using random effect model and multiple linear regression analysis with helped by EViews 10. The results of this study shows that profitability has no significant influence towards capital structure, asset structure has positive and significant influence towards capital structure, while liquidity has negative and significant influence towards capital structure.*

Keywords: *Capital Structure, Profitability, Asset Structure, Liquidity.*

Abstrak: Penelitian ini memiliki tujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh profitabilitas, struktur aset, dan likuiditas terhadap struktur modal pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2016-2020. Sampel dipilih dengan menggunakan metode simple random sampling dan terpilih total 36 sampel. Pemrosesan data menggunakan random effect model dan multiple linear regression analysis dengan bantuan EViews 10. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal, struktur aset memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap struktur modal, sedangkan likuiditas memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

Kata Kunci: Struktur Modal, Profitabilitas, Struktur Aset, Likuiditas.

PENDAHULUAN

Setiap perusahaan harus dapat secara terus-menerus meningkatkan kinerjanya agar mereka dapat bertahan dalam persaingan usaha yang semakin intens akibat adanya globalisasi dan perkembangan teknologi yang pesat. Dalam upaya untuk meningkatkan serta mengembangkan kinerja suatu perusahaan, manajemen dihadapkan pada suatu tanggung jawab untuk mampu membuat suatu keputusan yang tepat.

Pertiwi dan Darmayanti (2018) memaparkan bahwa seorang manajer keuangan dihadapkan pada tiga keputusan utama, yaitu keputusan pendanaan, kebijakan dividen, dan keputusan investasi. Bagi sebuah perusahaan, keputusan mengenai pendanaan ini mempunyai peran yang penting. Hal ini dikarenakan keputusan tersebut dapat mencakup langkah-langkah perusahaan untuk dapat bersaing dengan perusahaan-perusahaan yang

terdapat pada pasar yang sama, kegiatan operasional suatu perusahaan, dan kapabilitas perusahaan ketika menghadapi suatu kondisi ekonomi yang khusus atau krisis moneter (Nurmadi, 2015).

Dalam menghadapi tuntutan untuk terus mengikuti setiap perkembangan dan perubahan yang ada, perusahaan akan dihadapkan pada kebutuhan modal yang semakin meningkat. Demi memenuhi peningkatan kebutuhan akan modal ini, mustahil bagi sebuah perusahaan untuk hanya memanfaatkan modal internalnya. Oleh karena itu, hal ini mendorong perusahaan untuk mencari sumber modal dari pihak eksternal. Keputusan mengenai kombinasi modal internal dan modal eksternal pada struktur modal yang dibuat oleh manajemen suatu perusahaan menjadi hal yang penting untuk diperhatikan demi mencapai struktur modal yang optimal.

Keputusan mengenai struktur modal perusahaan juga merupakan hal yang vital bagi kesehatan keuangan sebuah perusahaan. Hal tersebut dikarenakan apabila perusahaan membuat suatu keputusan yang kurang tepat mengenai kombinasi struktur modal dapat menyebabkan *financial distress* hingga yang lebih fatal yaitu kebangkrutan. Manajemen perusahaan akan berusaha untuk melakukan pengoptimalan pada struktur modalnya guna dapat memperoleh nilai perusahaan yang maksimal. Setiap perusahaan pastinya mempunyai tujuan utama yaitu untuk memaksimalkan nilai perusahaannya yang mana nilai ini akan berdampak pada peningkatan kesejahteraan para pemegang sahamnya. Selain itu, nilai perusahaan yang tinggi ini akan menjadi dasar yang kuat bagi pengoptimalan keuntungan serta keberlanjutan perusahaan.

Masalah mengenai struktur modal ini menjadi isu yang menarik perhatian para peneliti karena karena kebanyakan bisnis atau korporasi dalam bentuk apapun membutuhkan utang atau pembiayaan dari pihak ketiga, selain dari modal sendiri. Namun, pertanyaan kunci di sini adalah antara ukuran utang dan ukuran ekuitas mana yang akan meningkat untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kekayaan atau nilai pasar perusahaan (Momani, *et al.*, 2010). Faktor-faktor yang memengaruhi ukuran struktur modal penting untuk diperhatikan karena dapat dijadikan dasar bagi manajemen perusahaan untuk menentukan bauran pendanaan yang lebih sesuai, serta dapat juga dijadikan sebagai salah satu faktor yang menjadi pertimbangan investor dalam berinvestasi.

Beberapa faktor yang dianggap memberikan pengaruh pada struktur modal, yaitu profitabilitas, struktur aset dan likuiditas. Profitabilitas merupakan kemampuan bisnis untuk menghasilkan keuntungan untuk jangka waktu tertentu. Septiani dan Suaryana (2018) mengemukakan bahwa perusahaan yang dapat menghasilkan keuntungan cenderung menggunakan utang yang lebih sedikit daripada perusahaan yang tidak. Di sisi lain, perusahaan dengan profitabilitas yang baik menunjukkan kinerja bisnis yang baik. Menurut Lim (2012), perusahaan dengan utang yang besar menunjukkan tanda-tanda kinerja bisnis yang baik, sehingga baik manajer maupun investor memiliki keyakinan terhadap kinerja perusahaan di masa depan, sehingga perusahaan akan dapat mengambil lebih banyak utang.

Struktur aset ini dapat menggambarkan seberapa besar aset suatu bisnis yang dapat dijadikan agunan. Berdasarkan studi Lim (2012), sebagian besar studi empiris mengonfirmasi pengaruh struktur aset terhadap struktur modal, di mana kreditur atau pemberi pinjaman cenderung menerima risiko yang lebih tinggi saat manajemen membuat investasi yang kurang optimal, dimana *tangible asset* yang dimiliki oleh bisnis dapat

digunakan sebagai jaminan untuk mengurangi risiko kredit. Hal inilah yang memungkinkan untuk meningkatkan pembiayaan utang (*debt financing*).

Likuiditas merupakan faktor yang berhubungan dengan kapabilitas perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendek perusahaan dengan aset lancarnya. Sebuah perusahaan dengan aset likuid yang lebih banyak dapat diartikan sebagai perusahaan yang mampu menghasilkan lebih banyak arus internal yang dapat digunakan untuk mendanai aktivitas investasi dan operasinya (Eriotis, *et al.*, 2007). Oleh karena itu, perseroan akan lebih memprioritaskan pembiayaan internal ketimbang utang.

Laporan www.kemenperin.go.id pada tahun 2019, dalam empat tahun terakhir, perusahaan manufaktur menjadi yang paling berkontribusi terhadap pertumbuhan ekonomi di Indonesia, sehingga pada tahun 2019, berharap pencapaian tersebut dapat terus ditingkatkan. Terlebih pada periode 2020, sektor manufaktur tetap memberikan kinerja yang positif walaupun di dalam tekanan ekonomi karena pandemi. Perusahaan manufaktur ini meliputi tiga sektor yaitu, sektor industri dasar dan kimia, sektor aneka industri, dan sektor industri barang konsumsi. Industri *consumer goods* sendiri dianggap sebagai salah satu penunjang pertumbuhan perusahaan manufaktur Indonesia.

Sub sektor dari sektor industri barang konsumsi yang meliputi sub sektor makanan dan minuman, sub sektor rokok, sub sektor farmasi, sub sektor kosmetik dan barang keperluan rumah tangga, dan sub sektor peralatan rumah tangga. Dilansir dari www.bisnis.com, sektor industri barang konsumsi adalah salah satu industri yang paling defensif dan stabil, dalam arti bahwa ia dapat bertahan dari krisis dan resesi. Industri makanan dan minuman juga disebut-sebut sebagai salah satu penopang pertumbuhan industri manufaktur dan perekonomian nasional, serta perannya dipandang signifikan dan konsisten. Melihat besarnya kontribusi industri barang konsumsi terhadap perekonomian nasional, peneliti menetapkan untuk melakukan kajian terhadap struktur permodalan pada industri ini.

Perusahaan diharuskan untuk dapat mengelola struktur modalnya secara optimal untuk dapat tercapai keseimbangan antara risiko dan pengembalian yang akan dihasilkannya, dengan kata lain jika perusahaan tidak dapat menghasilkan pengembalian pada tingkat tertentu yang dapat mengembalikan kewajiban yang timbul dari sumber pembiayaan yang dipilih, perusahaan akan menghadapi kesulitan keuangan, bahkan kebangkrutan. Pernyataan ini dibuktikan pada kasus anak perusahaan PT Tiga Pilar Sejahtera Food (AISA), sebuah perusahaan di industri barang konsumsi yang dinyatakan pailit pada 2019 karena ketidakmampuannya membayar pinjaman sebesar Rp 3,8 triliun kepada beberapa kreditur, salah satu diantaranya adalah Rabobank Internasional.

Atas dasar inilah, penentuan struktur modal yang optimal menjadi hal yang vital bagi perusahaan pada sektor barang konsumsi di Indonesia karena memiliki pengaruh yang besar terhadap ekonomi nasional. Oleh karena itu, penelitian ini akan dilakukan kepada perusahaan-perusahaan dalam industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2020.

KAJIAN TEORI

Signaling Theory. Lukman dan Tanuwijaya (2021) menyatakan bahwa teori *signaling* menjelaskan bahwa perusahaan akan berusaha mengirimkan sinyal positif kepada investor melalui laporan keuangan, yang kemudian akan digunakan sebagai pertimbangan investasi

bagi investor dan kreditur. Menurut Irfani (2020: 36), *signaling theory* menganggap keputusan keuangan sebagai sinyal yang dikirimkan manajemen untuk investor agar memperkecil asimetri informasi.

Teori ini pada struktur modal dikembangkan atas dasar masalah asimetri informasi yang terjadi antara manajer dalam dan investor luar. Manajer yang memiliki lebih banyak informasi tentang kinerja perusahaan daripada investor yang menyebabkan terjadinya asimetri informasi tersebut. Oleh sebab itu, para pemimpin bisnis berusaha memberikan informasi tentang kinerja perusahaan kepada investor untuk meningkatkan nilai saham perusahaan. Informasi yang dimaksudkan ini dapat diwujudkan dalam bentuk pengumuman serta keputusan atau tindakan yang diambil oleh para pemimpin bisnis yang tidak sama dengan perusahaan lain, sehingga sinyal tersebut dapat meyakinkan investor bahwa perusahaan yang dimaksud sedang berjalan dengan baik dan lebih baik dari yang lain (Irfani, 2020:36).

Salah satu faktor penentu bagi perusahaan untuk mengungguli pesaingnya adalah dengan mengadopsi kebijakan yang tidak dapat dengan mudah ditiru oleh perusahaan lain. Menurut Irfani (2020: 36), sinyal yang dapat diandalkan bisa berupa kebijakan pendanaan, yaitu *leverage* yang tinggi dalam struktur modal karena kesulitannya untuk ditiru perusahaan dengan kinerja buruk.

Trade-Off Theory. Menurut Irfani (2020: 32), model *trade-off* didasarkan pada gambaran bahwa setiap penambahan modal berbentuk utang akan memiliki dua efek yang berlawanan, yaitu pelindung pajak di satu sisi dan biaya keagenan di sisi lain. Teori tersebut juga memberikan rekomendasi bahwa rasio utang dapat dikatakan optimal apabila penghematan pajak dari hutang yang bertambah sama dengan peningkatan biaya keagenan dari hutang yang bertambah. Skoogh dan Swärd (2015) juga mengemukakan bahwa *trade-off theory* menyatakan jika jumlah utang yang optimal adalah saat manfaat tambahan dari meningkatnya utang sama dengan tambahan biaya *financial distress*.

Secara umum, perusahaan yang proses inti bisnisnya terkait erat dengan biaya *R&D* dan mempunyai prospek pertumbuhan yang tinggi akan memiliki kapasitas utang yang lebih kecil daripada perusahaan yang lebih matang dengan estimasi pertumbuhan yang kecil. Itu karena pada situasi kesulitan keuangan, pemangku kepentingan akan mendapatkan posisi yang lebih aman dalam perusahaan dengan proporsi aset berwujud yang tinggi dalam total asetnya. Hal tersebut didasarkan pada kemampuannya untuk dijual di pasar sekunder, sehingga dapat mengurangi biaya karena *financial distress* dan dengan demikian akan meningkatkan kapasitas utang yang optimal (Berk dan DeMarzo, 2014 dalam Skoogh dan Swärd, 2015).

Pecking Order Theory. Menurut Irfani (2020: 33), *pecking order theory* tidak didasari pada konsep pengoptimalan struktur modal, akan tetapi lebih menunjukkan jika perusahaan lebih menyukai untuk menggunakan pendanaan internalnya (saldo laba atau sisa aset lancar) daripada pendanaan eksternal. Menurut teori tersebut, perusahaan lebih memilih menggunakan sumber pendanaan internal dan jika perlu barulah pendanaan eksternal digunakan. Dari sejumlah sumber pendanaan eksternal yang ada, akan dipilih sumber pendanaan eksternal dengan biaya asimetri informasi yang paling rendah.

Berdasarkan teori tersebut, asimetri informasi dapat terjadi saat manajer, sebagai pihak internal memiliki akses ke informasi yang lebih relevan dan andal tentang

perusahaan daripada investor eksternal dengan akses terhadap informasi yang kurang. Dengan adanya manfaat informasi ini, apabila manajer bertindak untuk kepentingan para pemegang sahamnya, mereka akan cenderung lebih oportunistik dengan melakukan penerbitan obligasi agar dapat menghindari sinyal negatif dari penerbitan saham (Lim, 2012). Beberapa peneliti mengemukakan bahwa teori ini merupakan konsekuensi dari asimetri informasi yang ada, dimana *pecking order model* mengikuti tatanan modal dengan ukuran asimetri informasi yang paling kecil sampai yang paling besar.

Definisi Struktur Modal. Nurmadi (2015) mendefinisikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan perpaduan antara utang dan ekuitas perusahaan dengan tujuan untuk dapat memaksimalkan keuntungan perusahaan. Struktur modal meliputi perbandingan antara modal pribadi dan modal luar. Modal pribadi dapat berasal dari saldo laba atau dari dana pemegang saham biasa dan saham preferen, sedangkan modal luar berasal dari utang jangka pendek dan jangka panjang (Nurmadi, 2015). Namun, Irfani (2020: 26) membuat penjelasan yang sedikit berbeda tentang modal luar, yang mengatakan bahwa modal ini berasal dari kewajiban jangka panjang dalam bentuk obligasi dan utang jangka panjang.

Sebagian besar kegiatan pengambilan keputusan keuangan berfokus dalam menentukan struktur modal yang optimal, yaitu memaksimalkan nilai perusahaan dan meminimalkan biaya modal (Shibru *et al.*, 2015). Struktur modal yang optimal menurut Umdiana dan Claudia (2020) adalah struktur modal yang dapat menyeimbangkan pengembalian dan risiko secara optimal.

Macam-macam keputusan pendanaan yang dibuat sangatlah penting untuk kesehatan keuangan sebuah bisnis, yang mana pembuatan keputusan struktur modal yang salah dapat menyebabkan *financial distress* yang dapat mengarah ke kebangkrutan. Oleh karena itu, demi memperoleh parameter mengenai struktur modal, maka dapat digunakan ukuran rasio. Berdasarkan studi Nurmadi (2015), ukuran struktur modal dapat menggunakan rasio struktur modal atau yang disebut dengan rasio *leverage*.

Profitabilitas dan Struktur Modal. Profitabilitas didefinisikan oleh Lim (2012) sebagai ukuran efisiensi perusahaan dalam memperoleh laba. Septiani dan Suaryana (2018) menunjukkan bahwa profitabilitas dapat dihitung dengan beberapa metrik, yakni *Return on Asset (ROA)*, *Return on Equity (ROE)*, dan *profit margin*. Pada penelitian ini, besaran yang akan digunakan dalam mengukur profitabilitas ialah *Return on Asset (ROA)*. Menurut Tangen (2003) dalam Almajali *et al.* (2012), ukuran *ROA* dapat menentukan kapabilitas suatu perusahaan dalam memanfaatkan asetnya untuk menghasilkan laba. Hasil dari *ROA* memberikan gambaran kepada investor mengenai seberapa besar keefektifan perusahaan dalam mengubah uang yang diinvestasikan dalam aset menjadi laba bersih. Maka dari itu, dapat ditarik sebuah kesimpulan jika *ROA* makin tinggi, maka makin besar keberhasilan perusahaan dalam mengelola aset yang pada akhirnya dapat menghasilkan keuntungan yang besar.

Menurut teori *signaling*, perusahaan dengan profitabilitas tinggi juga memiliki tingkat utang yang tinggi. Irfani (2020:36) mengidentifikasikan bahwa kebijakan ukuran utang berbobot tinggi merupakan sinyal manajemen yang andal karena kebijakan ini sulit disaingi oleh perusahaan-perusahaan yang berkinerja buruk. Melalui cara ini, investor akan dapat melihat sinyal untuk memilah perusahaan dengan kinerja maupun profitabilitas

yang lebih baik atau lebih buruk berdasarkan struktur modal mereka. Nilai yang lebih baik akan diberikan oleh investor kepada perusahaan yang memiliki *leverage* tinggi karena perusahaan yang tidak menghasilkan return yang baik dipandang tidak akan memiliki keberanian untuk memilih bobot *leverage* yang tinggi dalam struktur modalnya karena kemungkinan kesulitan keuangan yang tinggi. Lebih dari itu, perusahaan dengan keuntungan yang besar juga akan mendapatkan beban pajak yang besar. Untuk mendapatkan keuntungan dari penghematan pajak, perusahaan akan memilih untuk menggunakan proporsi utang tinggi demi memperoleh manfaat dari suku bunga yang dapat menurunkan pajak.

Dewi dan Sudiartha (2017) serta Sinthayani dan Sedana (2015) berpendapat bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal, sedangkan hasil yang berbeda ditunjukkan oleh Nadzirah dan Cipta (2016) dan Angelina dan Mustanda (2016) yang mengatakan bahwa profitabilitas secara negatif dan signifikan memiliki pengaruh untuk struktur modal dan Pertiwi dan Darmayanti (2018) dan Widayanti *et al.* (2016) yang menegaskan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Struktur Aset dan Struktur Modal. Struktur aset yang didefinisikan oleh Nurmadi (2015) adalah untuk menggambarkan ukuran aset yang dapat dijadikan sebagai jaminan. Pertiwi dan Darmayanti (2018) dan masih banyak peneliti lainnya menunjukkan bahwa struktur aset dapat diukur dengan melakukan perhitungan atas rasio aset tetap terhadap total aset yang dimiliki perusahaan, yang disebut *Fixed Asset Ratio (FAR)*. Ketika hasil rasio ini makin besar, maka makin besar pula aset tetap yang dapat dijadikan jaminan atas utang perusahaan. Perusahaan yang mempunyai struktur aset yang lebih besar mungkin berada pada posisi yang lebih mapan, sehingga risikonya di dalam industri menjadi lebih kecil dan oleh karena itu dapat menghasilkan *leverage* yang lebih tinggi (Umdiana dan Claudia, 2020).

Lim (2012) mengemukakan bahwa perusahaan yang memiliki proporsi aset tetap yang tinggi juga diharapkan untuk dapat memiliki kapasitas pembayaran utang yang tinggi, sehingga perusahaan tersebut mendapatkan banyak peluang untuk meningkatkan pendanaan utangnya. Hal tersebut sesuai dengan *trade-off theory* bahwa struktur modal yang disebut optimal dapat dicapai jika terdapat keseimbangan antara manfaat dari penghematan pajak dan biaya dari kebangkrutan. Perusahaan dengan aset berwujud yang lebih tinggi pada struktur asetnya dapat melakukan pinjaman yang lebih tinggi dalam struktur modal daripada perusahaan dengan aset tidak berwujud yang lebih banyak. Ini karena aset tidak berwujud lebih mudah disusutkan nilainya ketika perusahaan menghadapi kesulitan keuangan. Akibatnya, perusahaan dengan ukuran aset tetap yang lebih tinggi memiliki kapabilitas untuk memotong biaya atas kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan karena mereka memiliki lebih banyak aset yang lebih mudah dijual. Dimana berdampak pada peningkatan kapasitas utang yang optimal.

Dewiningrat dan Mustanda (2018), Pertiwi dan Darmayanti (2018), serta Andika dan Sedana (2019) mendapatkan hasil bahwa struktur aset atau struktur aktiva secara signifikan dan positif berpengaruh pada struktur modal. Hasil yang berbeda dikemukakan Septiani dan Suaryana (2018) dan Shibru *et al.* (2015) yaitu bahwa struktur aset berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap struktur modal.

Likuiditas dan Struktur Modal. Likuiditas diartikan oleh Nurmadi (2015) sebagai kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban jangka pendeknya pada saat jatuh tempo. Pengukuran terhadap rasio likuiditas memperlihatkan jika perusahaan memiliki atau tidak sumber daya yang cukup untuk memenuhi kewajiban saat ini dan yang akan jatuh tempo (Kieso, Weygandt, dan Warfield, 2018: 340). Almajali *et al.* (2012) melaporkan bahwa *Current Ratio (CR)* merupakan rasio likuiditas yang umum digunakan dan merupakan perbandingan antara aktiva lancar dan kewajiban lancar yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk mengubah aktiva menjadi uang tunai dengan cepat. Aset lancar tersebut dapat digunakan untuk mendanai operasi dan investasi sebuah perusahaan ketika pembiayaan eksternal tidak tersedia atau mempunyai biaya terlalu tinggi.

Menurut teori *pecking order*, likuiditas memiliki pengaruh pada struktur modal. Teori ini menunjukkan bahwa urutan pendanaan yang disukai adalah pembiayaan internal yaitu dalam bentuk saldo laba dan aset lancar yang berlebih, diikuti oleh pembiayaan eksternal jika diperlukan. Eriotis, *et al.* (2007) menjelaskan ketika perusahaan memiliki aset lancar yang lebih banyak, maka hal itu menunjukkan bahwa aset tersebut dapat mendorong arus kas internal yang lebih besar yang dapat digunakan untuk membiayai investasi dan operasi perusahaan. Ini karena aset likuid dapat dikonversi menjadi kas dengan cepat. Dengan demikian, menurut *pecking order theory*, perusahaan dengan likuiditas tinggi lebih sering memilih pembiayaan melalui sumber dana internal karena memiliki pendanaan internal yang cukup, sehingga memiliki rasio utang yang lebih kecil.

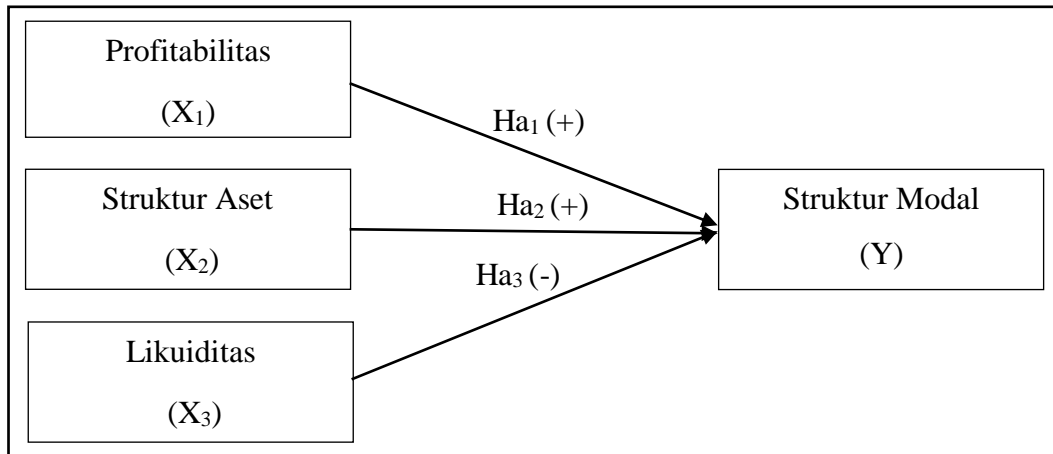
Septiani dan Suaryana (2018), Pertiwi dan Darmayanti (2018), dan Dewiningrat dan Mustanda (2018) menunjukkan bahwa likuiditas memiliki pengaruh yang signifikan negatif terhadap struktur modal, sedangkan Nurmadi (2015) mengemukakan likuiditas secara tidak signifikan berpengaruh terhadap struktur modal. Namun, Bhawa *et al.* (2015) dan Bhatia dan Sitlani (2016) mengemukakan likuiditas secara signifikan dan positif memberikan pengaruh terhadap struktur modal.

Kerangka Pemikiran dan Hipotesis. Kerangka pemikiran untuk penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 1. Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis yang dibangun adalah sebagai berikut:

Ha₁: Profitabilitas mempunyai pengaruh signifikan dan positif terhadap Struktur Modal

Ha₂: Struktur Aset mempunyai pengaruh signifikan dan positif terhadap Struktur Modal

Ha₃: Likuiditas mempunyai pengaruh signifikan dan negatif terhadap Struktur Modal



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

METODOLOGI

Populasi dan Teknik Pemilihan Sampel. Penelitian ini menggunakan perusahaan sektor industri barang konsumsi yang secara berturut-turut terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode penelitian yakni tahun 2016 sampai tahun 2020 sebagai populasi penelitian. Sampel diperoleh dengan menggunakan desain pengambilan sampel probabilitas (*probability sampling*) melalui teknik *simple random sampling*. Penentuan ukuran sampel dilakukan dengan menggunakan rumus Slovin dengan tingkat keyakinan yaitu 95%. Berikut adalah persamaan dari rumus Slovin:

$$n = \frac{N}{1 + Ne^2}$$

$$n = \frac{39}{1 + (39)(0.05)^2}$$

$$n = 35.535 \dots\dots\dots (1)$$

Keterangan:

- n : Ukuran Sampel
- N : Ukuran Populasi
- e : *Error Tolerance* (5%)

Hasil yang diperoleh yaitu sebesar 35.53 sehingga dibulatkan menjadi 36. Dengan hasil ini, maka perusahaan yang akan dijadikan sampel pada penelitian ini adalah sebanyak 36 perusahaan pada sektor industri barang konsumsi yang ditotalkan menjadi 180 sampel.

Identifikasi dan Pengukuran Variabel. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah struktur modal yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio (DER)*, sementara variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah profitabilitas yang diukur dengan proksi *Return on Asset (ROA)*, struktur aset yang diukur dengan

proksi *Fixed Asset Ratio (FAR)*, dan likuiditas yang diukur dengan proksi *Current Ratio (CR)*. Berikut Tabel 1. yang merupakan tabel operasional variabel penelitian:

Tabel 1. Operasional Variabel Penelitian

Variabel	Ukuran	Skala
<i>Debt to Equity Ratio (DER)</i>	$DER = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Equity}}$	Rasio
<i>Return on Asset (ROA)</i>	$ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Asset}}$	Rasio
<i>Fixed Asset Ratio (FAR)</i>	$FAR = \frac{\text{Fixed Asset}}{\text{Total Asset}}$	Rasio
<i>Current Ratio (CR)</i>	$CR = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$	Rasio

Teknik Pengumpulan Data. Dalam penelitian ini, data-data yang terkait dengan variabel diperoleh dari laporan keuangan dan laporan tahunan yang diunduh melalui *website* BEI (www.idx.co.id) serta *website* resmi dari perusahaan yang bersangkutan. Pada penelitian ini, data-data yang telah diperoleh kemudian diolah dengan menggunakan *software Eviews* versi 10. Analisis data mencakup uji statistik deskriptif (*mean, median, maximum, minimum, dan standard deviation*) dan analisis regresi data panel (*common effect model, fixed effect model, dan random effect model*). Pemilihan model regresi pada penelitian ini menggunakan uji *Chow*, uji *Hausman*, dan uji *Lagrange Multiplier (LM)*. Pengujian hipotesis meliputi uji koefisien determinasi berganda (*adjusted R-squared*), uji simultan (uji F), dan uji parsial (uji t) dengan tingkat signifikansi sebesar 5%. Berdasarkan variabel independen dan variabel dependen yang diuji dalam penelitian ini, berikut model penelitian yang terbentuk:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + e \dots\dots\dots (2)$$

Keterangan:

- Y : Struktur Modal
- α : Konstanta
- $\beta_1\beta_2\beta_3$: Koefisien Regresi
- X_1 : Profitabilitas
- X_2 : Struktur Aset
- X_3 : Likuiditas
- e* : *Error*
- i : Perusahaan
- t : Waktu

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Statistik Deskriptif. Hasil dari uji statistik deskriptif dapat dilihat pada Tabel 2. Struktur modal yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio (DER)* memiliki nilai *mean* sebesar 0.869237 yang mana menunjukkan nilai rata-rata struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan sektor industri barang konsumsi yang dijadikan sampel, nilai *median*

sebesar 0.622401, dan standar deviasi sebesar 0.726463. Nilai maksimum untuk struktur modal menunjukkan angka 5.370085 yang dimiliki oleh PT Prasidha Aneka Niaga Tbk (PSDN) pada tahun 2020, hasil tersebut menandakan bahwa PSDN memiliki rasio utang terhadap ekuitas terbesar pada tahun 2020 dari semua sampel yang diambil. Sedangkan nilai minimum atau terendah dimiliki oleh PT Industri Jamu Dan Farmasi Sido Muncul Tbk (SIDO) pada tahun 2016 yang memperlihatkan nilai sebesar 0.083299, nilai ini menunjukkan bahwa PT Industri Jamu Dan Farmasi Sido Muncul Tbk untuk periode 2016 memiliki proporsi utang terkecil pada struktur modalnya dari total sampel yang diambil.

Tabel 2. Hasil Uji Statistik Deskriptif

	Struktur Modal	Profitabilitas	Struktur Aset	Likuiditas
<i>Mean</i>	0.869237	0.082301	0.359784	2.721215
<i>Median</i>	0.622401	0.059487	0.340120	2.237280
<i>Maximum</i>	5.370085	0.920997	0.805061	10.25243
<i>Minimum</i>	0.083299	-0.213975	0.059199	0.518823
<i>Std. Dev.</i>	0.726463	0.131435	0.154961	1.916576

Profitabilitas yang diprosikan dengan *Return on Asset (ROA)* memiliki nilai rata-rata sebesar 0,082301, nilai *median* sebesar 0.059487, serta nilai standar deviasi sebesar 0.131435. Perusahaan yang memiliki profitabilitas tertinggi adalah PT Merck Tbk (MERK) pada tahun 2018 yaitu sebesar 0.920997 yang dapat juga diartikan bahwa perusahaan ini memiliki efektivitas terbaik dalam menghasilkan keuntungan dari seluruh sampel yang terpilih. Sebaliknya, nilai terkecil berupa bilangan negatif yaitu sebesar -0.213975 yang berarti perusahaan mengalami kerugian pada tahun berjalan dimana perusahaan tersebut adalah PT Bentoel Internasional Investama Tbk untuk tahun buku 2020, hasil ini juga dapat menandakan bahwa perusahaan tersebut memiliki keefektifan terendah dalam menghasilkan keuntungannya dari 36 perusahaan selama 5 tahun periode penelitian yang digunakan.

Struktur aset dengan proksi *Fixed Asset Ratio (FAR)* memiliki nilai rata-rata sebesar 0.359784, sedangkan untuk nilai tengah dan standar deviasi berturut-turut sebesar 0.340120 dan 0.154961. Nilai maksimum untuk variabel struktur aset adalah senilai 0.805061 yang dimiliki oleh PT Tri Banyan Tirta Tbk (ALTO) pada tahun 2017 yang mana artinya ALTO pada periode 2017 memiliki proporsi aset tetap terhadap total aset tertinggi dari total 180 sampel yang diambil, sebaliknya PT Delta Djakarta Tbk (DLTA) pada tahun 2018 memiliki nilai struktur aset terkecil yaitu sebesar 0.059199 yang artinya bahwa DLTA tahun 2018 memiliki ukuran aset tetap terkecil pada struktur asetnya dari semua sampel yang diambil peneliti.

Likuiditas yang diprosikan dengan *Current Ratio (CR)* memiliki nilai *mean*, nilai *median*, dan nilai standar deviasi secara berturut-turut sebesar 2.721215, 2.237280, dan 1.916576. Nilai maksimum variabel ini menunjukkan angka 10.25243 yang dimiliki oleh PT Mandom Indonesia Tbk (TCID) pada tahun 2020, hal ini menunjukkan bahwa TCID untuk tahun 2020 memiliki kemampuan terbaik dalam menghasilkan aliran kas internalnya jika dibandingkan dengan 179 sampel lainnya. Sementara perusahaan yang memiliki nilai

likuiditas terendah sebesar 0.518823 adalah PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk (BTEK) untuk tahun buku 2020, hasil ini memiliki arti yakni PT Bumi Teknokultura Unggul Tbk pada tahun buku 2020 menunjukkan kinerja terburuk dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya jika dibandingkan dengan 179 sampel lainnya yang digunakan peneliti.

Estimasi Model Data Panel. Uji *Chow* dilakukan untuk menentukan antara *Common Effect Model* dan *Fixed Effect Model*, manakah model yang paling tepat. Hasil uji *Chow* dengan *EViews 10* menunjukkan nilai probabilitas *cross-section F* sebesar 0.0000 yang berarti lebih kecil dari 0.05 yang mengartikan bahwa model *fixed effect* lebih tepat dibandingkan model *common effect*. Berikut adalah tabel hasil uji *Chow*:

Tabel 3. Hasil Uji *Chow*

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	7.512419	(35,141)	0.0000
Cross-section Chi-square	189.448792	35	0.0000

Uji *Hausman* yang dilakukan setelah uji *Chow* ini digunakan untuk menentukan model yang lebih tepat antara *Random Effect Model* atau *Fixed Effect Model*. Hasil uji *Hausman* yang menunjukkan nilai probabilitas *cross-section random* sebesar 0.3384 yang berarti lebih besar dari 0.05 yang dapat disimpulkan bahwa model *random effect* lebih tepat dibandingkan model *fixed effect*. Berikut adalah tabel hasil uji *Hausman*:

Tabel 4. Hasil Uji *Hausman*

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.367508	3	0.3384

Demi meyakinkan hasil dari uji *Hausman*, maka dilakukan uji *Lagrange Multiplier (LM)* untuk menentukan manakah yang lebih baik antara *Random Effect Model* dengan *Common Effect Model*. Hasil dari uji *LM* ini menunjukkan nilai probabilitas *Breusch-Pagan* sebesar 0.0000 yang berarti lebih kecil dari 0.05, sehingga dapat disimpulkan bahwa model *random effect* merupakan model terbaik. Berikut adalah tabel hasil uji *Lagrange Multiplier (LM)*:

Tabel 5. Hasil Uji *Lagrange Multiplier (LM)*

Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section One-sided	Period One-sided	Both
Breusch-Pagan	107.1858 (0.0000)	0.480090 (0.4884)	107.6659 (0.0000)
Honda	10.35306 (0.0000)	-0.692885 (0.7558)	6.830774 (0.0000)
King-Wu	10.35306 (0.0000)	-0.692885 (0.7558)	2.659241 (0.0039)
GHM	-- --	-- --	107.1858 (0.0000)

Analisis Regresi Data Panel. *Random effect model* dari analisis regresi data panel adalah sebagai berikut:

$$Y = 0.784627 + 0.237628 X_{1it} + 1.202282 X_{2it} - 0.135054 X_{3it} + e \dots (3)$$

Keterangan:

- Y : Struktur Modal
- X₁ : Profitabilitas
- X₂ : Struktur Aset
- X₃ : Likuiditas
- e : *Error*
- i : Perusahaan
- t : Waktu

Dari persamaan regresi tersebut, dapat diketahui bahwa apabila nilai variabel independen yaitu profitabilitas (X₁), struktur aset (X₂), dan likuiditas (X₃) adalah nol atau konstan, maka nilai dari struktur modal (Y) akan menjadi 0.784627. Nilai koefisien regresi untuk variabel independen pertama yakni profitabilitas (X₁) adalah sebesar 0.237628 yang dapat diartikan dengan setiap kenaikan variabel profitabilitas (X₁) sebesar satu satuan, maka struktur modal (Y) akan meningkat juga sebesar 0.237628 dengan asumsi variabel struktur aset (X₂) dan likuiditas (X₃) memiliki nilai konstan.

Nilai koefisien regresi untuk variabel independen yang kedua yaitu struktur aset (X₂) adalah sebesar 1.202282 yang dapat diartikan dengan setiap kenaikan variabel struktur aset (X₂) sebesar satu satuan, maka struktur modal (Y) akan juga mengalami peningkatan sebesar 1.202282 dengan asumsi variabel profitabilitas (X₁) dan likuiditas (X₃) memiliki nilai konstan. Nilai koefisien regresi untuk variabel independen yang ketiga yaitu likuiditas (X₃) adalah sebesar -0.135054 yang dapat diartikan dengan setiap kenaikan variabel likuiditas (X₃) sebesar satu satuan, maka struktur modal (Y) akan mengalami penurunan sebesar 0.135054 dengan asumsi variabel profitabilitas (X₁) dan struktur aset (X₂) memiliki nilai konstan.

Tabel 6. Hasil Analisis Regresi Data Panel

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
C	0.784627	0.210166	3.733370	0.0003
PROFITABILITAS	0.237628	0.364187	0.652487	0.5149
STRUKTURASET	1.202282	0.389499	3.086739	0.0024
LIKUIDITAS	-0.135054	0.031392	-4.302135	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.196188			
Adjusted R-squared	0.182487			
Prob(F-statistic)	0.000000			

Tabel 3. menunjukkan hasil *adjusted R-squared* sebesar 0.182487. Nilai tersebut menggambarkan bahwa profitabilitas, struktur aset, dan likuiditas memiliki kontribusi dalam menjelaskan struktur modal sebesar 18.25%. Sedangkan 81.75% lainnya dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar variabel yang digunakan dalam model penelitian ini.

Hasil uji F dengan tingkat signifikansi sebesar 5% ini menunjukkan nilai dari probabilitas *F-statistic* sebesar 0.000000 yang berarti lebih kecil dari 0.05. Melalui hasil tersebut, maka kesimpulan yang dapat diambil adalah bahwa seluruh variabel independen yang digunakan yakni profitabilitas, struktur aset, dan likuiditas secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen yang digunakan yakni struktur modal.

Hasil uji t untuk variabel profitabilitas memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0.237628 dan nilai probabilitasnya sebesar 0.5149 yang berarti lebih besar dari 0.05. Melalui hasil ini, dapat disimpulkan bahwa H_{a1} tidak diterima. Hasil pengujian yang dapat diperoleh adalah profitabilitas secara positif namun tidak signifikan berpengaruh terhadap struktur modal. Pada variabel struktur aset, hasil uji parsial menunjukkan nilai koefisien regresi sebesar 1.202282 dan nilai probabilitasnya sebesar 0.0024 yang berarti lebih kecil dibandingkan 0.05. Melalui hasil tersebut, dapat disimpulkan bahwa H_{a2} diterima. Hasil pengujian yang dapat diperoleh adalah struktur aset secara positif dan signifikan memiliki pengaruh pada struktur modal. Terakhir, hasil uji t untuk variabel likuiditas memperlihatkan nilai koefisien regresi sebesar -0.135054 dan nilai probabilitas dengan angka 0.0000 yang berarti lebih kecil dibandingkan 0.05. Melalui hasil tersebut, dapat disimpulkan bahwa H_{a3} diterima. Hasil pengujian yang dapat diperoleh adalah likuiditas secara negatif dan signifikan berpengaruh pada struktur modal.

DISKUSI

Berdasarkan hasil penelitian, dapat diketahui bahwa pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal adalah positif namun tidak signifikan. Hasil penelitian ini juga didukung oleh Pertiwi dan Darmayanti (2018) dan Widayanti *et al.* (2016) yang mengemukakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh secara signifikan pada struktur modal. Hasil yang menunjukkan pengaruh positif profitabilitas pada struktur modal ini sejalan dengan teori *signaling*, dimana menurut teori ini struktur modal merupakan kebijakan yang dapat digunakan manajer untuk memberikan sinyal kepada investor. Manajer memberikan sinyal

bahwa perusahaan memiliki kinerja keuangan yang baik dengan meningkatkan proporsi utang pada struktur modalnya, yang mana biasanya perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi berarti memiliki kinerja keuangan yang baik. Menurut pemaparan Lim (2012), tingkat *leverage* yang tinggi ini menandakan bahwa perusahaan memiliki performa bisnis yang baik sehingga baik investor maupun manajer memiliki kepercayaan atas masa depan perusahaan. Hal ini disebabkan karena perusahaan berkinerja buruk tidak akan berani meningkatkan struktur modalnya dalam bentuk utang karena memiliki risiko kebangkrutan yang tinggi, sebaliknya perusahaan yang berkinerja baik akan lebih berani untuk memakai utang karena keyakinannya atas masa depan perusahaan. Dengan begitu, investor akan menangkap sinyal yang baik apabila melihat struktur modal perusahaan yang tinggi. *Trade-off theory* juga mengemukakan arah yang sama dengan teori *signaling* yang menyatakan bahwa makin tinggi profitabilitas akan menurunkan biaya kesulitan keuangan sehingga akan termotivasi untuk meningkatkan pemakaian utang demi mengambil keuntungan penuh dari penghematan pajak atas bunga dari utang agar tercapai struktur modal yang optimal. Selain itu, perusahaan dengan profit yang tinggi juga harus membayarkan pajak yang tinggi. Dalam rangka mengurangi beban pajak yang harus dibayar, maka perusahaan akan meningkatkan pemakaian utangnya demi memanfaatkan beban bunga atas utang tersebut yang akan mengurangi dasar pengenaan pajak perusahaan. Dengan kata lain, perusahaan yang *profitable* akan menggunakan utang yang tinggi dimana akan meningkatkan ukuran struktur modalnya untuk dapat melindungi lebih banyak *income*-nya dari beban pajak.

Meskipun demikian, hasil penelitian ini yang menunjukkan pengaruh profitabilitas yang tidak signifikan pada struktur modal dapat menandakan bahwa tidak semua perusahaan sektor industri barang konsumsi yang memiliki profitabilitas yang tinggi akan meningkatkan struktur modal mereka. Hal ini dikarenakan terdapat beberapa faktor lain yang perlu dipertimbangkan oleh manajemen perusahaan sebelum memutuskan kombinasi pendanaan dalam struktur modalnya. Beberapa perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi mungkin akan lebih memilih untuk memanfaatkan saldo laba mereka sendiri daripada harus menggunakan utang karena pendanaan dengan utang akan lebih berisiko ketika tidak dapat dikelola dengan baik daripada pendanaan dengan menggunakan modalnya sendiri, sehingga beberapa perusahaan akan lebih memilih untuk menghindari risiko tersebut dengan sebisa mungkin meminimalkan penggunaan utang. Maka dari itu, perusahaan-perusahaan ini tidak akan mengutamakan pembiayaan melalui utang ketika saldo labanya mencukupi, melainkan mereka hanya akan menggunakan utang hanya ketika kebutuhannya tidak lagi dapat ditutupi oleh keuntungan yang dapat mereka hasilkan. Pernyataan tersebut sesuai dengan *pecking order theory* yang didasari pada urutan pendanaan internal yang lebih disukai daripada pendanaan eksternal. Salah satu pendanaan internal yang dapat diandalkan perusahaan adalah saldo laba yang dihasilkan melalui profit yang dapat dihasilkan oleh perusahaan. Sehingga dengan tingginya profitabilitas perusahaan, maka saldo laba yang dimiliki perusahaan pun besar, yang mana saldo tersebut akan cukup untuk membiayai sebagian besar kegiatan operasi dan investasi perusahaan. Dengan begitu perusahaan akan dapat meminimalkan penggunaan utang pada struktur modalnya untuk menghindari besarnya biaya dari asimetri informasi.

Hal-hal yang telah dipaparkan inilah yang menyebabkan pengaruh profitabilitas yang tidak signifikan terhadap struktur modal. Namun hasil pada penelitian ini berbeda dengan M'ng *et al.* (2017) yang menyatakan bahwa profitabilitas secara negatif dan

signifikan berpengaruh pada struktur modal, serta Nurmadi (2015) yang menyatakan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh signifikan positif pada struktur modal.

Berdasarkan hasil penelitian, dapat diartikan bahwa pengaruh struktur aset terhadap struktur modal ialah positif dan signifikan yang mana sesuai dengan hipotesis yang telah dibuat peneliti pada bab sebelumnya. Hasil pada penelitian ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Bhatia *et al.* (2016) dan Dewiningrat dan Mustanda (2018) yaitu struktur aktiva secara positif dan signifikan memiliki pengaruh terhadap struktur modal, yang mana pernyataan ini juga didukung oleh penelitian dari Sofat dan Singh (2017) yang mengemukakan *asset structure* secara positif berpengaruh signifikan terhadap *capital structure*.

Hasil pengujian hipotesis tersebut sesuai dengan teori *trade-off* yang menekankan pada keseimbangan antara risiko dan manfaat dari utang berupa penghematan pajak. Besar kecilnya jumlah aset yang dapat dijadikan sebagai jaminan utang dapat memengaruhi tingkat risiko atas biaya *financial distress*. Keputusan struktur modal suatu perusahaan dapat dipengaruhi oleh kemungkinan biaya yang akan dibebankan ketika terjadi kesulitan keuangan, dimana ketika biaya tersebut dapat diturunkan dengan kepemilikan aset tetap yang tinggi, maka proporsi utang yang digunakan dapat juga ditingkatkan. Dengan kata lain menurunnya *cost* dari kesulitan keuangan ini akan dapat mengurangi risiko atas utang, yang akan meningkatkan kapasitas utang yang optimal pada struktur modal agar tercapai keseimbangan yang telah disebutkan sebelumnya.

Lim (2012) mengemukakan bahwa perusahaan dengan proporsi aset tetap yang besar diharapkan untuk memiliki kaitan dalam besarnya kemampuan untuk dapat membayar kembali kewajiban mereka, sehingga dengan ini dapat memperbesar peluang untuk meningkatkan jumlah utangnya. Pernyataan tersebut juga didukung oleh Pertiwi dan Darmayanti (2018) yaitu bahwa perusahaan yang mempunyai nilai jaminan yang besar akan mendapatkan kepercayaan yang lebih besar pula dari para investor karena perusahaan akan dapat membayar kewajibannya dengan aset tetap yang dimiliki pada saat terjadi kebangkrutan. Sebaliknya, Cevheroglu-Acar (2018) menyatakan perusahaan yang memiliki proporsi *intangible asset* yang tinggi dan proporsi aset berwujud yang rendah pada struktur asetnya akan meningkatkan biaya dari asimetri informasi. Hal ini dikarenakan kesulitan pihak luar dalam menilai suatu *intangible asset*. Dari sanalah, perusahaan dengan aset berwujud yang rendah atau struktur aset yang rendah seharusnya perlu menghindari penggunaan utang yang berisiko ini pada struktur modalnya agar tidak memberi sinyal yang buruk kepada pasar.

Meskipun begitu, hasil yang berbeda dikemukakan oleh Septiani dan Suaryana (2018) serta Shibru *et al.* (2015) yang masing-masing menyatakan bahwa struktur aset atau *tangibility* berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap struktur modal atau *Capital Structure*. Sementara Nurmadi (2015) menyatakan struktur aset tidak berpengaruh secara signifikan kepada struktur modal.

Melalui hasil penelitian ini, dapat diartikan bahwa pengaruh likuiditas terhadap struktur modal adalah signifikan dan negatif yang mana hasil ini sesuai dengan hipotesis yang diharapkan peneliti. Hasil pada penelitian ini juga senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewiningrat dan Mustanda (2018) dan Shibru *et al.* (2015) yang masing-masing mengemukakan jika likuiditas atau *liquidity* berpengaruh secara signifikan dan negatif terhadap struktur modal atau *capital structure*.

Hasil yang didapat ini menunjukkan kecenderungan perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi akan mengurangi penggunaan utang yang mana sejalan dengan *pecking order theory*. Dimana menurut teori ini perusahaan lebih menyukai menggunakan dana internalnya daripada utang. Perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi akan menjaga keberadaan aset lancarnya dalam jumlah yang relatif tinggi, yang berarti mereka juga mempertahankan jumlah arus kas masuk yang tinggi. Dengan begitu, perusahaan dengan likuiditas yang baik berarti memiliki sumber dana internal yang besar, sehingga perusahaan akan berusaha untuk memenuhi kebutuhannya dengan dana tersebut terlebih dahulu. Atas pemahaman itulah, perusahaan akan menggunakan lebih sedikit utang karena sebagian besar kebutuhannya sudah dapat ter-cover oleh sumber dana internalnya. Pernyataan ini didukung oleh Karismawati dan Suarjaya (2020), sebuah perusahaan akan cenderung menggunakan utang yang relatif rendah karena aset lancar perusahaan mampu menutupi dana yang dibutuhkan oleh perusahaan.

Alasan yang mendasari perusahaan dengan likuiditas tinggi lebih memilih pendanaan secara internal daripada utang adalah karena perusahaan-perusahaan ini ingin menghindari biaya asimetri yang besar dari pendanaan melalui utang maupun penerbitan saham. Dalam hal ini, ketika perusahaan sektor industri barang konsumsi di Indonesia sedang memiliki ketersediaan sumber kas internal yang besar, maka mereka akan secara maksimal memanfaatkannya untuk keperluan operasi usahanya, dimana sumber kas ini tidak memiliki biaya asimetri yang ingin dihindari perusahaan. Pada sisi lain, perusahaan dengan likuiditas yang rendah tidak memiliki pilihan lain untuk mendanai kegiatan operasinya, sehingga mau tidak mau perusahaan dengan keadaan seperti ini harus menggunakan sumber dana eksternal yang salah satunya berupa utang karena dana internal yang dimilikinya tidak dapat menutupi kebutuhannya.

Meskipun beberapa penelitian sebelumnya yang telah disebutkan di atas juga mendukung hasil penelitian ini, dimana menyatakan pengaruh yang signifikan dan negatif antara likuiditas terhadap struktur modal, namun terdapat juga beberapa penelitian lain yang menentang hasil penelitian ini. Beberapa penelitian tersebut adalah penelitian yang dilakukan oleh Bhatia dan Sitlani (2016) yang menyatakan bahwa *liquidity* secara positif dan signifikan berpengaruh pada *capital structure*, hasil yang kembali berbeda juga diungkapkan Nurmadi (2015) yang menyatakan jika tingkat likuiditas tidak berpengaruh signifikan pada struktur modal.

KESIMPULAN

Hasil analisis regresi data panel untuk perusahaan sektor industri barang konsumsi pada tahun 2016-2020 pada penelitian ini memperlihatkan pengaruh yang tidak signifikan antara profitabilitas yang diproksikan dengan *ROA* terhadap struktur modal. Hasil kedua pada penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan dan positif antara struktur aset yang diproksikan dengan *FAR* terhadap struktur modal. Sementara hasil terakhir memperlihatkan terdapat pengaruh yang signifikan dan negatif antara likuiditas yang diproksikan dengan *CR* terhadap struktur modal. Profitabilitas, struktur aset, dan likuiditas secara simultan memiliki pengaruh signifikan pada struktur modal.

Penelitian ini tentunya masih terdapat keterbatasan-keterbatasan. Dimana penelitian hanya dilakukan pada perusahaan sektor industri barang konsumsi dan hanya untuk periode 2016-2020. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya diharapkan dapat

memperluas cakupan subjek penelitiannya, sehingga hasil penelitian dapat memberikan gambaran yang lebih menyeluruh dan tidak terbatas pada satu sektor saja, serta periode penelitian yang digunakan dapat diperpanjang, yaitu lebih lama dari 5 tahun, hal ini diharapkan mampu menghasilkan gambaran kondisi yang lebih tepat. Berdasarkan hasil uji koefisien determinasi berganda yang menunjukkan bahwa terdapat 81.75% dari faktor-faktor lain selain profitabilitas, struktur aset, dan likuiditas yang dapat memberikan pengaruh terhadap struktur modal sebuah perusahaan, sehingga penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan variabel-variabel lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Almajali, A. Y., Alamro, S. A., & Al-Soub, Y. Z. (2012). Factors Affecting the Financial Performance of Jordanian Insurance Companies Listed at Amman Stock Exchange. *Journal of Management research*, 4(2), 266-289.
- Andika, I. K. R., & Sedana, I. B. P. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva, dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen*, 8(9), 5803-5824.
- Angelina, K. I. D., & Mustanda, I. K. (2016). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan dan Profitabilitas pada Struktur Modal Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(3), 1772-1800.
- Bhatia, N. K., & Sitlani, M. (2016). Determinants of Capital Structure of Small Firms: Empirical Evidence from Pharmaceutical Industry in Indore. *Anvesha*, 9(3), 17-28.
- Bhawa, I. B. M. D. (2015). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Likuiditas, Profitabilitas, Dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Perusahaan Farmasi. *Doctoral dissertation*. Udayana University.
- Cevheroglu-Acar, M. G. (2018). Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Turkey. *J. Mgmt. & Sustainability*, 8(1), 31-45.
- Dewi, D. A. I. Y. M., & Sudiarta, G. M. (2017). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Pertumbuhan Aset terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan. *Doctoral dissertation*. Udayana University.
- Dewiningrat, A. I., & Mustanda, I. K. (2018). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan, dan Struktur Aset terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 7(7), 3471-3501.
- Eriotis, N., Vasiliou, D., & Ventoura- Neokosmidi, Z. (2007). How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An Empirical Study. *Managerial Finance*, 33(5), 321-331.
- Irfani, A. S. (2020). *Manajemen Keuangan dan Bisnis; Teori dan Aplikasi*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- Karismawati, N. P. A., & Suarjaya, A. A. G. (2020). The Effect of Dividend Policy, Sales Growth, and Liquidity of the Company's Capital Structure. *American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR)*, XX(XX), 1-7.
- Kieso, D.E., Weygandt, J.J., & Warfield, T.D. (2017). *Intermediate Accounting, 3rd Edition, IFRS Edition*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Lim, T. C. (2012). Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from Financial Services Listed Firms in China. *International Journal of Economics and Finance*, 4(3), 191-203.

- Lukman, H., & Tanuwijaya, H. (2021). The Effect of Financial Performance and Intellectual Capital on Firm Value with CSR as a Mediating Variable in Banking Industry. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 147, 353-359.
- M'ng, J. C. P., Rahman, M., & Sannacy, S. (2017). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Public Listed Companies in Malaysia, Singapore and Thailand. *Cogent Economics & Finance*, 5(1), 1-34.
- Momani, G. F., Alsharayri, M. A., & Dandan, M. M. (2010). Impact of Firm's Characteristics on Determining the Financial Structure on the Insurance Sector Firms in Jordan. *Journal of Social Science*, 6(2), 282-286.
- Nadzirah, F. Y., & Cipta, W. (2016). Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal. *Jurnal Manajemen Indonesia*, 4(1).
- Nurmadi, R. (2015). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2011. *Jurnal Manajemen Perpajakan*, 2(1), 154-166.
- Pertiwi, N. K. N. I., & Darmayanti, N. P. A. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Struktur Aktiva dan Kebijakan Dividen terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di BEI. *Doctoral dissertation*. Udayana University.
- Septiani, N. P. N., & Suaryana, I. G. N. A. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Struktur Aset, Risiko Bisnis dan Likuiditas pada Struktur Modal. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 22(3), 1682-1710.
- Shibru, M., Kedir, H., & Mekonnen, Y. (2015). Factors Affecting the Financing Policy of Commercial Banks in Ethiopia. *International Journal of Research in Business and Social Science*, 4(2), 44-53.
- Sinthayani, D., Sedana, P., & Bagus, I. (2015). Determinan Struktur Modal (Studi Komparatif pada Manufacture Multinational Corporation dan Domestic Corporation di BEI). *Doctoral dissertation*. Udayana University.
- Skoogh, J., & Swärd, P. (2015). The Impact of Tangible Assets on Capital Structure-An analysis of Swedish listed companies. *Thesis*. University of Gothenburg.
- Sofat, R., & Singh, S. (2017). Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Manufacturing Firms in India. *International Journal of Law and Management*, 59(6), 1029-1045.
- Umdiana, N., & Claudia, H. (2020). Analisis Struktur Modal Berdasarkan Trade Off Theory. *Jurnal Akuntansi: Kajian Ilmiah Akuntansi*, 7(1), 52-70.
- Widayanti, L. P., Triaryati, N., & Abundanti, N. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Tingkat Pertumbuhan Perusahaan, Likuiditas, dan Pajak terhadap Struktur Modal pada Sektor Pariwisata. *Doctoral dissertation*. Udayana University.

www.bisnis.com

www.idx.co.id

www.kemenperin.go.id