

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN
STRUKTUR MODAL DENGAN UKURAN DAN UMUR PERUSAHAAN SEBAGAI
VARIABEL KONTROL
(STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DAN ENERGI YANG
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2015-2019)**

Alexander Natanael Silaban, Irene Rini Demi Pangestuti¹

Alexandersilaban7@gmail.com

Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This research aims to examine the main factors that influence capital structure policy proxied by debt ratio (DR) especially in manufacturing and energy companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during 2015-2019.

The population of this research consists of manufacturing and energy companies listed on IDX in year 2015-2019. This research used secondary data and purposive sampling method to determine the study sample. The total samples in this study are 16 companies. Multiple Regression is used as the analysis technique in this research.

The study documents the negative significant effect of profitability, liquidity, and non-debt tax shield on capital structure policy. Conversely, tangibility and cash flow volatility have the positive significant effect on capital structure policy. Moreover, growth has no significant effect on capital structure policy. As a control variables, firm size and company age have a good function in controlling the effect of independent variables on dependent variable.

Keywords: capital structure policy, debt ratio, profitability, liquidity, non-debt tax shield, cash flow volatility, growth, tangibility, firm size, and firm age

PENDAHULUAN

Perusahaan memerlukan modal untuk menjalankan kegiatan operasional dan kegiatan investasi yang diperlukan untuk mengembangkan perusahaan (Yuniati, 2011). Pemenuhan modal dapat terjadi dengan adanya keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan perusahaan menjadi salah satu tugas penting dari manajer keuangan yang memiliki pengaruh terhadap aktivitas dan risiko yang ditanggung oleh perusahaan. Weston dan Copeland (1999) menyatakan bahwa tugas pokok manajer keuangan adalah memperoleh dana dan menggunakan dana yang diperoleh untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Manajer keuangan juga memiliki kewajiban untuk melaksanakan keputusan pemenuhan kebutuhan modal. Keputusan pemenuhan kebutuhan modal juga dapat disebut sebagai kebijakan struktur modal.

Kebijakan struktur modal berkaitan dengan nilai perusahaan yang secara langsung mempengaruhi nilai kekayaan pemegang saham. Jika perusahaan meningkatkan komposisi

¹ *Corresponding author*

hutang secara terus menerus saat merumuskan kebijakan struktur modal, maka biaya modal perusahaan akan meningkat dan menurunkan nilai perusahaan secara keseluruhan (Ross, Westerfield, & Jordan, 2008; Mills & Zhao dalam Antwi, 2011). Kebijakan struktur modal juga didokumentasikan beberapa literatur dengan berbagai teori yang berbeda antara lain: *trade off theory*, *agency theory*, *pecking order theory*, *signalling theory*, dan *market timing theory*. Keputusan struktur modal juga melibatkan asimetri informasi dan masalah agensi ada di dalam *agency theory* dan *signalling theory*. Oleh karena itu, penentuan kebijakan struktur modal perusahaan menjadi sangat krusial dikarenakan adanya konflik kepentingan dan informasi yang terkandung pada saat perumusannya.

Besarnya nilai rata-rata dari setiap variabel struktur modal, profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan, *non-debt tax shield*, struktur aktiva, dan volatilitas arus kas dari perusahaan manufaktur dan energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015 hingga 2019 disajikan dalam tabel berikut ini:

Tabel 1.1
Rata-Rata Nilai Variabel

No	Variabel	Tahun				
		2015	2016	2017	2018	2019
1	Kebijakan Struktur Modal (<i>debt ratio</i>) (%)	26,02	25,61	23,92	23,03	23,38
2	Profitabilitas (ROA) (%)	12,09	12,45	12,72	13,35	12,74
3	Pertumbuhan (%)	8,24	8,17	8,49	11,19	8,77
4	<i>Non debt tax shield</i> (%)	16,14	16,02	18,11	17,82	18,52
5	Volatilitas Arus Kas (Standar Deviasi EBIT/ASSETS)	0,0033	0,0034	0,0041	0,0045	0,0037
6	Struktur Aktiva (<i>fixed assets ratio</i>) (%)	38,69	43,19	42,95	44,96	45,71
7	Likuiditas (<i>current ratio</i>) (X)	3,051	2,738	2,693	2,228	2,363
8	Ukuran Perusahaan (SIZE) (Ln)	29,61	29,71	29,8	29,91	29,98
9	Umur Perusahaan (Ln)	1,5	1,52	1,54	1,55	1,57

Sumber: Data sekunder yang telah diolah, 2022

Dalam tabel 1.1 dapat diamati bahwa nilai *debt ratio* memiliki nilai paling tinggi di tahun 2015 yaitu sebesar 26,02%, menurun ke angka 25,61% pada tahun 2016, menurun lagi ke angka 23,92% pada tahun 2017, menurun lagi ke angka 23,03 pada tahun 2018 dan kembali menurun di angka 23,38 di tahun 2019. *Debt ratio* merupakan perbandingan antara total hutang dengan total aktiva perusahaan. Semakin besar nilai *debt ratio* menandakan bahwa semakin besar proporsi pembiayaan aktiva dengan menggunakan hutang.

Variabel profitabilitas memiliki nilai tertinggi di tahun 2018 yaitu 13,35%. Nilai variabel profitabilitas cenderung meningkat dari tahun 2015 sampai tahun 2018 dan akhirnya menurun kembali di tahun 2019. Besarnya nilai profitabilitas berbanding terbalik dengan *debt ratio* perusahaan. Hal ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mazur (2007) yang mendokumentasikan adanya pengaruh positif profitabilitas terhadap struktur modal.

Variabel pertumbuhan memiliki nilai tertinggi di tahun 2018 yaitu 11,19%. Nilai variabel pertumbuhan cenderung stabil antara tahun 2016 sampai tahun 2019 yaitu 9,16%. Naik dan turunnya nilai variabel pertumbuhan tidak disertai dengan perubahan yang terjadi di nilai variabel kebijakan struktur modal. Hal ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Dewani (2010) yang mendokumentasikan adanya pengaruh positif pertumbuhan terhadap struktur modal.

Variabel untuk *non-debt tax shield* memiliki nilai tertinggi di tahun 2019 yaitu 18,52%. Nilai *non-debt tax shield* cenderung fluktuatif dari tahun 2015 sampai tahun 2019 yaitu: 16,14%, 16,02%, 18,11%, 17,82%, dan 18,52%. Penurunan nilai *non-debt tax shield* disertai dengan penurunan nilai *debt ratio*. Hal ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Liam *et al.*, (2013) yang mendokumentasikan pengaruh negatif *non-debt tax shield* terhadap struktur modal.

Volatilitas arus kas memiliki nilai tertinggi di tahun 2018 yaitu 0,0045. Nilai volatilitas arus kas cenderung meningkat dari tahun 2015 sampai tahun 2018 yaitu: 0,0033, 0,0034, 0,0041, dan 0,0045. Peningkatan nilai variabel untuk volatilitas arus kas disertai dengan penurunan nilai variabel kebijakan struktur modal perusahaan. Hal ini bertentangan dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Hidayat (2018) yang menyatakan bahwa volatilitas arus kas memiliki pengaruh positif struktur modal.

Struktur aktiva memiliki nilai tertinggi di tahun 2019 yaitu 45,71%. Peningkatan nilai variabel struktur aktiva sejalan dengan kebijakan struktur modal perusahaan. Hal ini bertentangan dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Shahzad *et al.* (2020) yang menemukan adanya pengaruh negatif struktur aktiva terhadap struktur modal.

Likuiditas memiliki nilai tertinggi di tahun 2015 yaitu 3,08. Nilai likuiditas cenderung menurun dari tahun 2015 sampai tahun 2018 yaitu pada nilai 3,08, 2,79, 2,80, dan 2,48. Peningkatan nilai variabel likuiditas diikuti dengan penurunan nilai variabel kebijakan struktur modal. Hal ini bertentangan dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Sarlija dan Harc (2012) yang mendokumentasikan pengaruh positif likuiditas terhadap struktur modal.

Ukuran perusahaan menunjukkan nilai tertinggi di tahun 2019 yaitu 29,98. Nilai ukuran perusahaan cenderung stabil dengan nilai 29,80 dari tahun 2015 sampai tahun 2019. Peningkatan nilai variabel ukuran perusahaan disertai dengan penurunan kebijakan struktur modal perusahaan. Hal ini bertentangan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Mazur (2007) dan Xu (2012) yang menemukan adanya pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap *leverage* perusahaan.

Umur perusahaan yang diukur dengan menggunakan logaritma natural dari total umur perusahaan menunjukkan nilai tertinggi di tahun 2019 yaitu 1,57. Nilai variabel umur perusahaan meningkat dari tahun 2015 sampai dengan tahun 2019 yaitu: 1,50, 1,52, 1,54, 1,55 dan 1,57. Peningkatan nilai variabel umur perusahaan ini disertai dengan penurunan nilai variabel struktur modal. Hal ini bertentangan dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Rabbani (2020) yang menemukan adanya pengaruh positif umur perusahaan terhadap kebijakan struktur modal.

Melihat masih terjadinya kesenjangan antara hasil penelitian- penelitian terdahulu dan ketidakkonsistenan hubungan antar variabel yang diteliti dalam fenomena pada penentuan kebijakan struktur modal perusahaan manufaktur dan energi yang terdaftar di bursa efek Indonesia (BEI) pada periode 2015-2019, maka penelitian ini dilaksanakan untuk mengembangkan penelitian sebelumnya dan untuk meneliti kembali pengaruh profitabilitas, pertumbuhan, *non-debt tax shield*, volatilitas arus kas, struktur aktiva, dan likuiditas terhadap kebijakan struktur modal perusahaan dengan ukuran dan umur perusahaan sebagai variabel kontrol untuk menghindari bias hasil penelitian yang mungkin terjadi. Maka dari itu, penelitian ini mengambil judul

“ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL DENGAN UKURAN DAN UMUR PERUSAHAAN SEBAGAI VARIABEL KONTROL (STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DAN ENERGI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2015-2019)”

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan *Debt Ratio*

Kebijakan struktur modal yang digunakan dalam penelitian ini diukur melalui *debt ratio*. Penelitian yang dilakukan oleh Shahzad et al. (2020) menemukan adanya pengaruh negatif profitabilitas terhadap kebijakan struktur modal perusahaan. Hal ini menunjukkan perusahaan dengan kemampuan memperoleh laba yang tinggi lebih memilih untuk melakukan pendanaan yang berasal dari laba yang dihasilkan perusahaan.

Hal ini sejalan dengan esensi *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan *profitable* umumnya menggunakan hutang yang lebih sedikit karena menurunnya kebutuhan *external financing* dibandingkan perusahaan yang tidak *profitable*. Beberapa penelitian juga menyatakan adanya pengaruh negatif profitabilitas terhadap kebijakan struktur modal (Shahzad et al., 2020; Lussuamo dan Serrasqueiro, 2021; Natsir dan Liang, 2019; Chabachib dan Soukotta, 2012; Kurniawan dan Yuyetta 2015). Oleh karena itu, hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut:

H1 : Profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap *debt ratio*

Pengaruh Likuiditas Terhadap *Debt Ratio*

Likuiditas didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya (Van Horne dan Wachowicz, 2012). Artinya, Semakin tinggi likuiditas menandakan semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajibannya. Likuiditas yang tinggi memberikan sinyal kepada kreditur bahwa perusahaan dapat memenuhi kewajibannya dan menurunkan risiko kegagalan pembayaran kewajibannya (Shahzad et al., 2020). Oleh karena itu, perusahaan dengan likuiditas tinggi dapat dengan mudah mendapatkan pendanaan yang berasal dari hutang. Hal ini juga didukung oleh *trade off theory* bahwa perusahaan dengan rasio likuiditas tinggi cenderung menggunakan hutang lebih banyak karena dianggap mampu memenuhi kewajibannya (Sheikh dan Wang, 2011). Adanya pengaruh positif likuiditas terhadap struktur modal juga dinyatakan di dalam hasil penelitian oleh Sarlija dan Harc (2012) dan Sheikh dan Wang (2011). Oleh karena itu, hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut :

H2 : Likuiditas memiliki pengaruh positif terhadap *debt ratio*

Pengaruh *Growth* Terhadap *Debt Ratio*

Pertumbuhan memberikan sinyal bahwa adanya peluang bisnis yang tersedia di pasar bagi perusahaan. Semakin tinggi sinyal tersebut maka akan semakin besar peluang bagi perusahaan dalam memperoleh laba. Perusahaan perlu melakukan investasi pada modal kerja atau aktiva perusahaan (Sikveland dan Zhang, 2020) untuk mencapai peluang pertumbuhan tersebut. Dengan adanya kebutuhan perusahaan untuk melakukan investasi pada modal kerja atau aktiva perusahaan, maka kebutuhan dana untuk membiayai kegiatan investasi perusahaan akan berbanding lurus dengan kebutuhan perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Rabbani (2020) menunjukkan bahwa adanya pengaruh positif *growth* terhadap kebijakan struktur modal perusahaan.

Hal ini sesuai dengan *signalling theory* yang menyatakan jika masa depan perusahaan diproyeksikan bagus, maka manajer perusahaan memutuskan untuk meningkatkan pendanaan melalui hutang. Hal ini memberikan sinyal positif kepada pasar bahwa perusahaan tidak mau berbagai laba untuk lebih banyak pemegang saham (Ross,

1997). Penggunaan dan penambahan komposisi hutang dalam komposisi struktur modal jika masa depan perusahaan diproyeksikan bagus, juga sejalan dengan teori *agency costs* bahwa penggunaan hutang akan mengurangi kemampuan manajer perusahaan dalam melakukan investasi yang tidak menguntungkan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976). Dapat diasumsikan bahwa adanya pengaruh positif *growth* terhadap kebijakan struktur modal.

H3 : *Growth* memiliki pengaruh positif terhadap *debt ratio*

Pengaruh Non-Debt Tax Shield Terhadap Debt Ratio

Non-debt tax shield adalah manfaat pengurangan pajak yang diperoleh dari pembebanan biaya depresiasi. *Non-debt tax shield* diukur dengan menggunakan perbandingan antara akumulasi depresiasi dengan total aktiva perusahaan (Chen, 2004; Khemiri dan Noubbigh, 2018). Beban depresiasi yang tinggi akan mengurangi pajak pendapatan perusahaan dan lebih lanjut meningkatkan *cash inflow* perusahaan. Dengan *net cash inflow* yang semakin tinggi, hal ini menyebabkan dana internal perusahaan semakin tinggi dan mengurangi pendanaan eksternal yang dibutuhkan oleh perusahaan. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan perusahaan dengan pendanaan internal cukup umumnya mengurangi penggunaan hutang akibat pendanaan eksternal yang dibutuhkan sedikit.

H4 : *Non-debt tax shield* memiliki pengaruh negatif terhadap *debt ratio*

Pengaruh Struktur Aktiva Terhadap Debt Ratio

Struktur aktiva digambarkan sebagai perbandingan jumlah aktiva tetap yang dapat dijadikan perusahaan sebagai jaminan dengan total aktiva perusahaan (*collateral value of assets*) (Titman dan Wessels, 1988). Perusahaan dengan *collateral value of assets* yang tinggi cenderung lebih mudah mendapatkan hutang karena memberikan sinyal kepada kreditur bahwa hutang yang diberikan terjamin. Beberapa penelitian juga menyatakan adanya pengaruh positif struktur aktiva terhadap struktur modal perusahaan (Lisiana dan Widyarti, 2020; Darsono dan Rahardjo, 2015; Nguyen dan Nguyen, 2020; Czerwonka dan Jaworski, 2021; Widaryanti et al., 2021; Andika dan Sedana, 2019; Sikveland dan Zhang, 2020).

H5 : Struktur Aktiva memiliki pengaruh positif terhadap *debt ratio*

Pengaruh Volatilitas Arus Kas Terhadap Debt Ratio

Bates *et al.* (2009) menyatakan peningkatan terhadap volatilitas arus kas mengakibatkan kekurangan kas dalam jangka pendek. Hal ini disebabkan peningkatan volatilitas arus kas berbanding lurus dengan peningkatan probabilitas dan perubahan negatif yang tidak terduga pada arus kas atau keberlanjutan ketidakmampuan perusahaan untuk menghasilkan arus kas operasi yang positif sehingga mengakibatkan perusahaan tidak menghasilkan arus kas yang cukup untuk memenuhi kebutuhan kas untuk mempertahankan dan mengembangkan bisnis perusahaan (Ritter dan Welch, 2002; Fama dan French, 2004; Denis dan McKeon, 2018).

Dengan adanya hal tersebut, perusahaan dengan volatilitas arus kas yang tinggi rentan mengalami defisit sehingga memerlukan dana tambahan berupa hutang untuk membiayai kegiatan operasional atau investasi perusahaan. Hal ini sesuai dengan esensi *pecking order theory* yang menyatakan perusahaan yang tidak memiliki sumber pendanaan internal cukup umumnya menggunakan hutang lebih banyak. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Rabbani (2020) menyatakan adanya pengaruh positif volatilitas arus kas terhadap struktur modal.

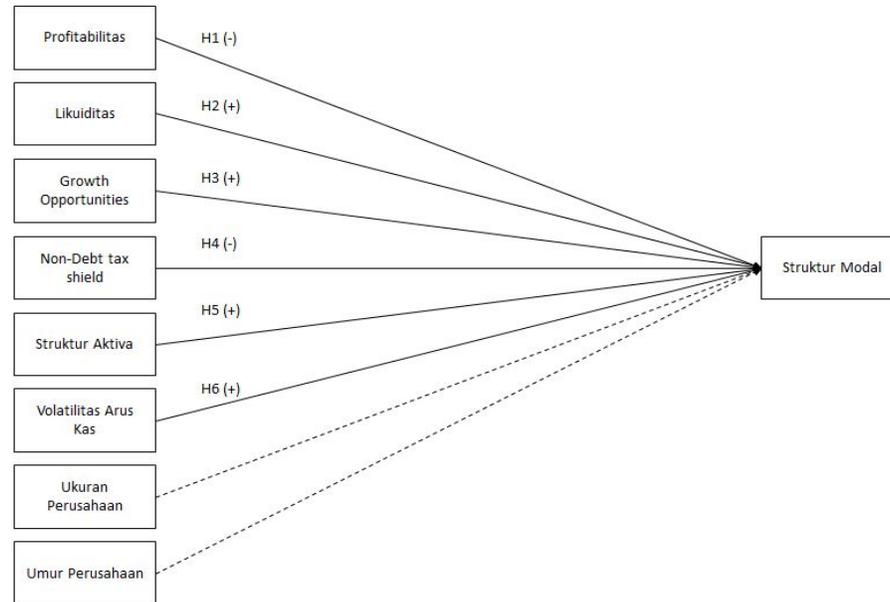
H6 : Volatilitas arus kas memiliki pengaruh positif terhadap *debt ratio*

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS

Berdasarkan Penelitian terdahulu, hubungan antara variabel dan perumusan hipotesis, maka dapat dirumuskan kerangka pemikiran teoritis sebagai berikut :

Gambar 2.1

Kerangka Pemikiran Teoritis



METODE PENELITIAN

Populasi Dan Sampel

Populasi yang menjadi objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur dan energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2015-2019. Berdasarkan olah data sekunder yang didapatkan dari terminal Bloomberg dan website Jakarta & Indonesia Stock Exchange, jumlah perusahaan energi dan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia berjumlah 396 emiten.

Penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* untuk mendapatkan sampel yang representatif dan yang sesuai dengan tujuan penelitian dengan menggunakan kriteria tertentu (Sugiyono, 2009). Adapun kriteria sampel penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur dan energi yang sahamnya selalu terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2015- 2019 secara berturut-turut.
2. Perusahaan manufaktur dan energi yang menerbitkan laporan keuangan dalam mata uang rupiah.
3. Perusahaan manufaktur dan energi yang laporan keuangannya berakhir pada tanggal 31 Desember.
4. Perusahaan manufaktur dan energi dengan earning after tax yang bernilai positif.
5. Perusahaan manufaktur dan energi dengan *earnings before interest and tax* atau *operation income* yang bernilai positif.

6. Perusahaan manufaktur dan energi dengan pertumbuhan penjualan dari tahun ke tahun yang bernilai positif.
7. Perusahaan manufaktur dan energi yang menyediakan data lengkap mengenai data penelitian yang dibutuhkan sebagai pengukuran seluruh variabel selama periode 2015-2019.

Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan selain mata uang rupiah dikeluarkan dari sampel penelitian dikarenakan dalam perhitungan growth menggunakan akumulasi penjualan sepanjang tahun. Nilai penjualan yang dikonversi dengan menggunakan kurs akan memberikan hasil yang kurang dapat dibandingkan dengan nilai penjualan dalam mata uang rupiah. Perusahaan dengan laporan keuangan yang tidak berakhir pada tanggal 31 Desember juga dikeluarkan dari sampel penelitian. Hal ini dilakukan untuk menjaga validitas data sebelum melakukan pengujian dan pengolahan data secara statistik (Mualimin, 2009). Perusahaan yang memiliki profitabilitas negatif juga dikeluarkan dalam sampel penelitian untuk menghindari kemungkinan bias dalam hasil analisis

Variabel Penelitian dan Definisi

Jenis Variabel	Variabel/Definisi	Pengukuran	Sumber
Dependen Kebijakan Struktur Modal	Perbandingan antara total kewajiban perusahaan dengan total aktiva perusahaan	$\frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Assets}}$	Shahzad <i>et al.</i> (2020); Sikveland dan Zhang (2020)
Independen Profitabilitas	Perbandingan antara laba setelah pajak dan bunga dengan total aktiva perusahaan	$\frac{\text{Earnings after interest and tax}}{\text{Total Assets}}$	Andika dan Sedana (2019); Rabbani (2020)
Independen Likuiditas	Perbandingan antara total aktiva lancar dengan total kewajiban lancar	$\frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$ $\frac{\text{Sales}_t - \text{Sales}_{t-1}}{\text{Sales}_{t-1}}$	Armelia (2016); Chabacib dan Soukotta (2012)
Independen <i>Growth</i>	Pertumbuhan penjualan per tahun	$\frac{\text{Total Depreciation}}{\text{Total Assets}}$	Erdiana (2011)
Independen <i>Non-Debt Tax Shield</i>	Perbandingan antara total depresiasi dengan total aktiva		Alyousfi (2020)

Independen Struktur Aktiva	Perbandingan total aktiva tetap dengan total aktiva		Shahzad <i>et al.</i> (2020)
Independen Volatilitas Arus Kas	Standar deviasi dari EBIT dibandingkan dengan total aset selama 3 tahun terakhir	$\sigma\left(\frac{EBIT_t}{Total\ Assets_t}, \frac{EBIT_{t-1}}{Total\ Assets_{t-1}}, \frac{EBIT_{t-2}}{EBIT_{t-2}}\right)$	Rabbani (2020)
Jenis Variabel	Variabel/Definisi	Pengukuran	Sumber
Kontrol Ukuran Perusahaan	Besarnya total aktiva yang dimiliki perusahaan	Ln (Total Aktiva Perusahaan)	Guna dan Sampurno (2018)
Kontrol Umur Perusahaan	Total umur perusahaan	Ln (Total Umur Perusahaan)	Sampurno (2019)

Metode Analisis

Penelitian ini menggunakan metode analisis persamaan regresi linear berganda dengan alat analisis SPSS untuk menentukan variabel independen yang berpengaruh secara signifikan terhadap *debt ratio* yaitu variabel profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan, *non-debt tax shield*, struktur aktiva, dan volatilitas arus kas. Penelitian ini terlebih dahulu melakukan uji statistik deskriptif dan uji asumsi klasik sebelum melakukan analisis data. Berikut persamaan regresi linear berganda yang digunakan:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + Z_1 + Z_2 + e$$

α – Konstanta

β_{1-7} = Koefisien Regresi

Y= Kebijakan Struktur Modal

X_1 = Profitabilitas

X_2 = Likuiditas

X_3 = Growth

X_4 = Non – Debt Tax Shield

X_5 = Struktur Aktiva

X_6 = Volatilitas Arus Kas

Z_1 = Ukuran Perusahaan

Z_2 = Umur Perusahaan

e = Error

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Objek Penelitian

Objek penelitian berfokus pada perusahaan manufaktur dan energi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019. Berdasarkan data pada *Bloomberg*, perusahaan manufaktur dan energi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia berjumlah 396 perusahaan. Setelah dilakukan metode *purposive sampling*, hanya ditemukan 16 perusahaan yang dapat digunakan.

Tabel 4.1
Kriteria Pengambilan Sampel

Keterangan	Jumlah
Perusahaan manufaktur dan energi yang terdaftar di BEI selama tahun 2015-2019	396
Perusahaan manufaktur dan energi yang mencatatkan nilai ROA negatif selama tahun 2015-2019	(207)
Perusahaan manufaktur dan energi yang mencatatkan laporan keuangan selain rupiah selama tahun 2015-2019	(23)
Perusahaan manufaktur dan energi yang mencatatkan pertumbuhan penjualan negatif selama tahun 2015-2019	(73)
Perusahaan manufaktur dan energi yang mencatatkan <i>earnings before interest and tax</i> yang bernilai negatif selama tahun 2015-2019	(77)
Total perusahaan manufaktur dan energi yang dapat digunakan sebagai sampel penelitian	16
Periode waktu penelitian	5
Nilai Observasi	80

Regresi Linier Berganda

Analisis regresi linier berganda yang bertujuan untuk menguji pengaruh antara satu variabel terhadap variabel lain. Berdasarkan hasil persamaan koefisien regresi dalam penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh profitabilitas, likuiditas, pertumbuhan, *non-debt tax shield*, struktur aktiva, dan volatilitas arus kas terhadap kebijakan struktur modal yang diprosikan dengan *debt ratio*:

Tabel 4.2
Hasil Uji Statistik t
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.389	.180		7.699	.000
	GO	-.055	.136	-.019	-.403	.688
	CR	-.010	.006	-.096	-1.718	.090
	ROA	-.370	.134	-.159	-2.773	.007
	FAR	.525	.055	.551	9.503	.000
	NDTS	-.656	.141	-.215	-4.668	.000
	CFV	.018	.009	.115	2.038	.045
	SIZE	-.020	.005	-.234	-4.390	.000
	AGE	-.304	.043	-.411	-7.076	.000

a. Dependent Variable: DR

Berdasarkan tabel tersebut maka dapat disusun persamaan sebagai berikut:

$$Y = -0,055 GO - 0,010 CR - 0,370 ROA + 0,525 FAR - 0,656 NDTS + 0,018 CFV - 0,020 SIZE - 0,304 AGE$$

Berdasarkan tabel diatas, maka dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Dari hasil uji statistik, profitabilitas yang diukur dengan menggunakan ROA memiliki nilai koefisien sebesar $-0,370$ dengan tingkat signifikansi sebesar $0,007$ (lebih kecil dari 1%). Berdasarkan hasil uji statistik t , dapat disimpulkan profitabilitas memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan struktur modal (DR). Artinya, Hipotesis 1 diterima.
2. Dari hasil uji statistik t , likuiditas yang diukur dengan current ratio memiliki nilai koefisien sebesar $-0,010$ dengan tingkat signifikansi sebesar $0,090$ lebih besar dari $0,05$ tetapi lebih kecil dari $0,10$. Hasil uji statistik menunjukkan bahwa likuiditas memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan struktur modal (DR) dengan taraf signifikansi 10% . Artinya, Hipotesis 2 ditolak.
3. Dari hasil uji statistik t , pertumbuhan yang diukur dengan menggunakan pertumbuhan penjualan memiliki nilai koefisien sebesar $-0,055$ dengan tingkat signifikansi sebesar $0,688$ (lebih besar dari $0,1$). Hasil uji statistik t menunjukkan bahwa likuiditas memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan struktur modal (DR) yang berarti Hipotesis 3 ditolak.
4. Dari hasil uji statistik t , *non-debt tax shield* yang diukur dengan perbandingan antara depresiasi dengan total aktiva perusahaan memiliki nilai koefisien sebesar $-0,656$ dengan tingkat signifikansi sebesar $0,000$ (lebih kecil dari $0,01$). Hasil uji statistik menunjukkan bahwa *non debt tax shield* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan struktur modal (DR). Artinya, Hipotesis 4 diterima.
5. Dari hasil uji statistik t , struktur aktiva yang diukur dengan menggunakan *fixed assets ratio* (FAR) memiliki nilai koefisien sebesar $0,525$ dengan tingkat signifikansi sebesar $0,000$ (lebih kecil dari $0,01$). Hasil uji statistik menunjukkan bahwa struktur aktiva memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan struktur modal (DR). Artinya, Hipotesis 5 diterima.
6. Dari hasil uji statistik t , volatilitas arus kas memiliki nilai koefisien sebesar $0,018$ dengan tingkat signifikansi sebesar $0,045$ (lebih kecil dari $0,05$). Hasil uji statistik menunjukkan bahwa volatilitas arus kas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan struktur modal (DR). Artinya, Hipotesis 6 diterima.

Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengetahui seberapa jauh keseluruhan variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen. Nilai (R^2) yang kecil artinya kemampuan variabel independen menjelaskan variabel dependen terbatas :

Tabel 4.2
Hasil Uji Koefisien Determinasi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.924 ^a	.854	.838	.0847770224

a. Predictors: (Constant), AGE, NDTs, SIZE, GO, CR, CFV, ROA, FAR

Berdasarkan tabel diatas dapat diketahui bahwa nilai *Adjusted* (R^2) yang diperoleh sebesar $83,8\%$ Hal ini berarti bahwa kontribusi variabel independen yaitu profitabilitas, likuiditas, *growth*, *non-debt tax shield*, struktur aktiva, dan volatilitas arus kas terhadap

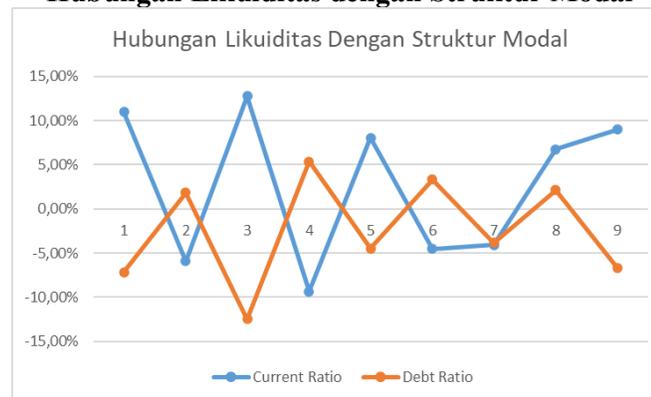
variabel dependen keterlibatan pelanggan adalah sebesar 83,8% dan sisanya sebesar 16,2% ditentukan oleh variabel lain yang tidak diteliti.

Pengujian Hipotesis

Hasil penelitian menunjukkan pengaruh negatif signifikan profitabilitas terhadap kebijakan struktur modal. Hal ini memberikan implikasi bahwa peningkatan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba akan menurunkan penggunaan hutang atau komposisi hutang perusahaan untuk membiayai aktiva. Hasil penelitian sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan *profitable* umumnya menggunakan jumlah hutang yang lebih sedikit karena kebutuhan *external financing* yang lebih sedikit. Hasil penelitian ini didukung oleh beberapa penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Joni dan Lina (2012), Baharuddin (2011), Mardiansyah (2012), Czerwonka dan Jaworski (2021), dan Shahzad et al. (2020) yang mendokumentasikan pengaruh negatif signifikan profitabilitas terhadap struktur modal

Hasil penelitian menunjukkan pengaruh negatif signifikan likuiditas terhadap kebijakan struktur modal. Hal ini dapat ditunjukkan melalui gambar diagram garis di bawah ini.

Gambar 4.1
Hubungan Likuiditas dengan Struktur Modal



Gambar di atas memberikan arti bahwa penurunan likuiditas disertai peningkatan penggunaan hutang dalam membiayai aktiva perusahaan. Hasil penelitian sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan aset lancar yang tinggi cenderung memiliki lebih banyak dana internal sebagai sumber pendanaan sehingga *external financing* yang dibutuhkan juga akan semakin sedikit (Shahzad et al., 2020; Deesomak et al., 2004). Hal ini memberikan makna bahwa kebijakan struktur modal sesuai dengan *pecking order theory*. Hasil penelitian juga sejalan dengan hasil-hasil penelitian yang dilakukan oleh Alyousfi (2020) yang menemukan pengaruh negatif signifikan likuiditas terhadap struktur modal.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pertumbuhan tidak berpengaruh terhadap kebijakan struktur modal (DER). Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tidak menjadikan besarnya tingkat pertumbuhan sebagai patokan untuk menambah proporsi hutang untuk membiayai aktiva maupun kegiatan operasional perusahaan. Tabel 4.2 yang menunjukkan hasil statistik deskriptif variabel juga menunjukkan angka standar deviasi pertumbuhan sebesar 0,072052 lebih kecil dibandingkan nilai rata-ratanya yaitu 0,08972. Artinya,. Hasil penelitian ini didukung oleh beberapa penelitian sebelumnya yang mendokumentasikan bahwa pertumbuhan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan struktur modal (Darsono dan Rahardjo, 2015; Erdiana, 2011; Sikveland dan Zhang, 2020; Muharam dan Niztiar, 2013).

PENUTUP

Kesimpulan

Penelitian ini memiliki tujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan struktur modal yang diproksikan dengan *debt ratio* (DR) dengan menggunakan profitabilitas, pertumbuhan, struktur aktiva, likuiditas, *non-debt tax shield*, dan volatilitas arus kas sebagai variabel independen dan ukuran perusahaan dan umur perusahaan sebagai variabel kontrol. Penelitian ini menggunakan 16 perusahaan sebagai sampel penelitian dengan periode penelitian 2015-2019 dan menggunakan analisis regresi berganda sebagai metode analisis. Data yang digunakan dalam penelitian ini telah memenuhi kaidah asumsi klasik yang mengartikan bahwa data dalam penelitian sudah terdistribusi normal, bebas heteroskedastisitas, bebas multikolinieritas, dan bebas autokorelasi. Berdasarkan analisis data serta pembahasan hipotesis yang dilakukan di bab IV, dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Hasil pengujian hipotesis pertama menemukan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan struktur modal. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi profitabilitas, *debt ratio* semakin rendah.
2. Hasil pengujian hipotesis kedua membuktikan bahwa likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan struktur modal. Hal ini mengindikasikan bahwa peningkatan likuiditas disertai dengan penurunan penggunaan hutang untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan.
3. Hasil pengujian hipotesis ketiga menemukan bahwa struktur aktiva memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan struktur modal. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki struktur aktiva atau *collateral value assets* yang tinggi cenderung meningkatkan penggunaan hutang dalam membiayai kebutuhan investasi maupun kegiatan operasional perusahaan.
4. Hasil pengujian hipotesis keempat menyatakan bahwa *non-debt tax shield* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan struktur modal. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan *non-debt tax shield* yang tinggi cenderung mengurangi penggunaan hutang.
5. Hasil pengujian hipotesis kelima menemukan bahwa pertumbuhan memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan struktur modal. Hal ini mengindikasikan pertumbuhan tidak dijadikan sebagai landasan untuk merumuskan kebijakan struktur modal.
6. Hasil pengujian hipotesis menemukan bahwa volatilitas arus kas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan struktur modal. Hal ini mengindikasikan bahwa peningkatan volatilitas arus kas sejalan dengan peningkatan penggunaan hutang untuk membiayai kebutuhan pendanaan perusahaan.

Keterbatasan Penelitian

Sampel penelitian hanya sebanyak 16 perusahaan meskipun jumlah perusahaan sektor manufaktur dan energi pada periode 2015-2019 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia berjumlah 396 perusahaan.

Saran Untuk Penelitian Mendatang

Berdasarkan hasil penelitian mengenai pengaruh profitabilitas, pertumbuhan, struktur aktiva, likuiditas, *non-debt tax shield*, dan volatilitas arus kas dengan umur dan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol, maka saran dapat diberikan adalah sebagai berikut:

1. *Fixed assets ratio* berpengaruh positif dan dominan terhadap *debt ratio*. Perusahaan yang ingin menambah penggunaan hutang disarankan untuk menambah jumlah aktiva tetap (*collateral value of assets*).
2. *Non-debt tax shield* berpengaruh positif terhadap *debt ratio*. Perusahaan yang ingin menambah komposisi hutang pada struktur modal disarankan untuk meningkatkan manfaat pajak yang timbul dari pembebanan depresiasi.
3. *Return on assets* berpengaruh positif terhadap *debt ratio*. Perusahaan disarankan untuk mengurangi penggunaan hutang jika kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba cenderung tinggi.
4. Volatilitas arus kas berpengaruh positif terhadap *debt ratio*. Perusahaan disarankan untuk meningkatkan penggunaan hutang jika volatilitas arus kas cenderung tinggi.
5. Peneliti selanjutnya dapat menambah variabel non-fundamental bagi perusahaan serta faktor-faktor spesifik negara seperti: kualitas tata kelola perusahaan, jumlah kompensasi manajemen, peringkat obligasi perusahaan, jumlah kepemilikan asing terhadap perusahaan, pendapatan perkapita, penerimaan pajak, perkembangan pasar modal, dan inflasi untuk menganalisis lebih lanjut faktor-faktor lain yang mempengaruhi kebijakan struktur modal perusahaan.
6. Peneliti selanjutnya dapat menambah sektor industri lain sebagai objek penelitian seperti: teknologi, media hiburan, dan media berita.

REFERENSI

- Basri, M. F., Shoib, F. S., & Kamaralzaman, S. (2019). Determinants of capital structure: Evidence from Malaysian food and beverage firms. *Research in World Economy*, 10(5), 45–52. <https://doi.org/10.5430/rwe.v10n5p45>
- Chabachib, S. (2017). *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal*.
- Czerwonka, L., & Jaworski, J. (2021). Capital structure determinants of small and medium-sized enterprises: evidence from Central and Eastern Europe. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 28(2), 277–297. <https://doi.org/10.1108/JSBED-09-2020-0326>
- Harris, C., & Roark, S. (2019). Cash flow risk and capital structure decisions. *Finance Research Letters*, 29, 393–397. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.09.005>
- Jaworski, J., & Czerwonka, L. (2021). Determinants of enterprises' capital structure in energy industry: Evidence from European Union. *Energies*, 14(7). <https://doi.org/10.3390/en14071871>
- Kurniawan, C., Nur, E., & Yuyetta, A. (2015). ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN PERTAMBANGAN DI INDONESIA. *DIPONEGORO JOURNAL OF ACCOUNTING*, 4, 1–10. <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/accounting>
- Lussuamo, J., & Serrasqueiro, Z. (2021). What are the determining factors in the capital structure decisions of small and medium-sized firms in Cabinda, Angola? In *Revista Contabilidade e Finanças* (Vol. 32, Issue 87, pp. 476–491). UNIV SAOPAULO. <https://doi.org/10.1590/1808-057X202110920>
- Nguyen, H. T., & Nguyen, A. H. (2020). Determinants of firm capital structure: Empirical evidence from Vietnam. *International Journal of Financial Research*, 11(4), 10–22. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v11n4p10>
- Niztiar, G., & Muharam, H. (2013). ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL (STUDI KASUS PADA PERUSAHAAN PERTAMBANGAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE

2008-2011). *DIPONEGORO JOURNAL OF MANAGEMENT*, 2(2), 1–8. <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/dbr>

Putu, G. A., Apsari, I., & Dana, I. M. (2018). *PENGARUH PROFITABILITAS, STRUKTUR AKTIVA DAN SIZE TERHADAP STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN BARANG KONSUMSI DI BEL. 7(12), 6842–6871. <https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2018.v7.i12.p17>*

Rabbani, N. (2020a). Determinants of Capital Structure: Insights from Japanese Private Firms. *Asia-Pacific Financial Markets*, 27(4), 587–603. <https://doi.org/10.1007/s10690-020-09307-3>

Rabbani, N. (2020b). Determinants of Capital Structure: Insights from Japanese Private Firms. *Asia-Pacific Financial Markets*, 27(4), 587–603. <https://doi.org/10.1007/s10690-020-09307-3>

Rahardjo, C. dan D. D. (2015). FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN WHOLESALE AND RETAIL YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2009-2013. *DIPONEGORO JOURNAL OF ACCOUNTING*, 4, 1–14. <http://ejournal-s1.undip.ac.id/index.php/accounting>

Rico Andika, I. K., & Sedana, I. B. P. (2019). PENGARUH PROFITABILITAS, STRUKTUR AKTIVA, DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP STRUKTUR MODAL. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 8(9), 5803. <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2019.v08.i09.p22>

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>

Suryani, A. W., & Sari, M. I. (2020). Dampak Non-Debt Tax Shield dan Resiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Indonesia. *Ekonomi Bisnis*, 25(2), 108. <https://doi.org/10.17977/um042v25i2p108-119>

Wulandari, N. P. I., & Artini, L. G. S. (2019a). PENGARUH LIKUIDITAS, NON-DEBT TAX SHIELD, UKURAN PERUSAHAAN DAN PERTUMBUHAN PENJUALAN TERHADAP STRUKTUR MODAL. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 8(6), 3560. <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2019.v08.i06.p10>

Wulandari, N. P. I., & Artini, L. G. S. (2019b). PENGARUH LIKUIDITAS, NON-DEBT TAX SHIELD, UKURAN PERUSAHAAN DAN PERTUMBUHAN PENJUALAN TERHADAP STRUKTUR MODAL. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 8(6), 3560. <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2019.v08.i06.p10>