

Faktor-Faktor yang Memengaruhi Struktur Modal dengan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Moderasi

Viorenstia Nery^{1,*} dan Liana Susanto²

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

Email address:

*viorenstia@gmail.com

Abstract: The purpose of this study is to obtain empirical evidence regarding the effect of profitability, firm age, liquidity, and managerial ownership on capital structure with firm size as a moderating variable in manufacturing sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2017-2020. The research sample is 38 manufacturing companies that have been selected by purposive sampling method. The research data was processed by the Eviews12 SV program with the multiple regression analysis method. The results of the study show that firm age and liquidity have a negative and significant effect on capital structure. Profitability and managerial ownership have no significant effect on capital structure. Firm size cannot moderate the effect of profitability and liquidity on capital structure.

Keywords: Profitability; Firm Age; Liquidity; Managerial Ownership; Capital Structure.

Abstrak: Tujuan dilakukannya penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh profitabilitas, umur perusahaan, likuiditas, dan kepemilikan manajerial terhadap struktur modal dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2017-2020. Sampel penelitian sebanyak 38 perusahaan manufaktur yang telah dipilih dengan metode *purposive sampling*. Data penelitian ini diolah dengan program *Eviews12 SV* dengan metode analisis regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas dan umur perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Profitabilitas dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Ukuran perusahaan tidak dapat memoderasi pengaruh profitabilitas dan likuiditas terhadap struktur modal.

Kata Kunci: Profitabilitas; Umur Perusahaan; Likuiditas; Kepemilikan Manajerial; Struktur Modal.

PENDAHULUAN

Di tengah kondisi pandemi Covid-19, jumlah investor pada pasar modal Indonesia terus mengalami peningkatan. Mengacu pada data yang berasal dari Bursa Efek Indonesia, jumlah investor pasar modal berhasil mencapai 3,88 juta pada akhir tahun 2020, angka tersebut lebih besar 56% dari tahun sebelumnya (www.cnbcindonesia.com). Peningkatan minat masyarakat akan pasar modal harus diimbangi dengan pengetahuan dalam

berinvestasi. Salah satunya dengan menganalisis struktur modal perusahaan karena menyangkut faktor penting yang berhubungan dengan risiko dan tingkat keuntungan yang akan diperoleh dalam berinvestasi. Calon investor pastinya akan lebih memilih untuk menanamkan modal di perusahaan dengan tingkat keuntungan tinggi dan risiko rendah (Miraza dan Muniruddin, 2017).

Selain itu, perkembangan teknologi yang sangat pesat di era globalisasi ini pun memicu persaingan yang ketat yang tidak terhindarkan antar perusahaan dalam negeri maupun luar negeri (Sha, 2019). Perusahaan harus selalu melakukan inovasi, meningkatkan kualitas produk dan juga dituntut mampu mengelola keuangan yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan dengan baik. Perusahaan memiliki dua sumber pendanaan yaitu berasal dari internal dan eksternal (Wirianata dan Wijoyo, 2020). Strategi dalam menentukan komposisi struktur modal yang cermat sangat diperlukan. Apabila ditentukan dengan tidak saksama maka berpotensi kebangkrutan akibat kesulitan keuangan yang dihadapi perusahaan (Wiagustini dkk., 2017). Jika pendanaan modal berasal dari utang digunakan dalam proporsi yang terlalu besar, maka beban tetap yang ditanggung pun juga semakin besar yang bisa mengakibatkan risiko keuangan berupa gagal pembayaran beban bunga dan angsuran utang. Struktur modal perusahaan yang baik ataupun buruk mampu memengaruhi kinerja keuangan dan posisinya serta pada akhirnya mampu memengaruhi nilai dari sebuah perusahaan, maka dari itu struktur modal adalah sebuah masalah yang penting untuk dianalisis bagi perusahaan (Darsono, 2017).

Penentuan suatu struktur modal dipengaruhi oleh berbagai faktor. Keuntungan yang perusahaan peroleh dari kegiatan operasional yang semakin besar akan mengurangi ketergantungan perusahaan terhadap dana dari pihak luar karena hasil keuntungan tersebut mampu menambah kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan. Selain itu, hasil keuntungan tersebut dapat digunakan untuk melunasi kewajiban utang perusahaan dan membiayai operasionalnya maka pendanaan eksternal dapat berkurang (Khafid dkk., 2020). Tingkat likuiditas yang tinggi dapat menurunkan tingkat struktur modal. Hal ini terjadi karena pendanaan kegiatan operasional perusahaan cenderung berasal dari dana internal daripada menggunakan dana eksternal. Umur perusahaan dapat menggambarkan kemampuan perusahaan dalam bersaing, berkembang dan bertahan melalui berbagai kesulitan dan rintangan dalam menjalani dunia bisnis. Semakin lama perusahaan sudah terdaftar di bursa efek dengan pengalaman yang beragam akan cenderung memiliki reputasi lebih baik. Reputasi yang baik ini mampu menarik para calon investor untuk menanamkan modalnya sehingga perusahaan tidak dapat menemukan alasan untuk menggunakan dana eksternal berupa utang, hal ini mampu menurunkan struktur modal (Nindiani dan Arilyn, 2019).

Selain dipengaruhi oleh karakteristik yang dimiliki suatu perusahaan, struktur modal juga dipengaruhi oleh keinginan, sudut pandang dan tujuan manajer yang ditentukan dari kepemilikan manajerial (Fayez dkk., 2019). Kedudukan ganda sebagai manajer dan sekaligus pemegang saham akan dimiliki oleh seorang manajer yang memiliki saham perusahaan. Manajer tersebut akan memilih kebijakan yang dapat memaksimalkan laba dan mengembangkan perusahaan, tambahan modal dari dana eksternal berupa utang dibutuhkan untuk mencapai tujuan tersebut. Penentuan struktur modal juga mempertimbangkan ukuran perusahaan. Ukuran perusahaan dapat menggambarkan besar atau kecilnya total aktiva yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Ukuran perusahaan yang besar mendorong perusahaan tersebut menggunakan pendanaan eksternal apabila dana

internal tidak mencukupi karena dibutuhkan dana yang cukup besar untuk menunjang operasionalnya (Yuricha dkk.,2020).

Dari uraian yang telah dijabarkan, struktur modal menjadi salah satu faktor yang penting untuk dianalisis oleh investor sebagai bahan pertimbangan dalam mengambil keputusan berinvestasi supaya investor tersebut mampu memperoleh *return* yang diharapkan dan perusahaan dalam mengelola keuangannya dengan baik dan optimal sehingga nilai perusahaan tersebut dapat meningkat. Penelitian terhadap struktur modal telah banyak dilakukan, akan tetapi penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Oleh karena ketidakkonsistenan tersebut, maka dilakukan penelitian kembali untuk menguji faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal. Penelitian ini memiliki tujuan untuk memperoleh bukti empiris tentang penjelasan pengaruh profitabilitas, umur perusahaan, likuiditas dan kepemilikan manajerial terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2020. Penelitian ini juga bertujuan untuk menguji peran ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi atas pengaruh variabel likuiditas dan variabel profitabilitas terhadap variabel dependen struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2020.

KAJIAN TEORI

Pecking Order Theory. Menurut (Myers dan Majluf, 1984), teori *pecking order* mengungkapkan bahwa memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham ialah tujuan dari didirikannya sebuah perusahaan. Teori ini juga menjelaskan bagaimana cara sebuah perusahaan dalam menentukan kebijakan struktur modal dengan suatu hierarki dari biaya yang paling murah dan tidak berisiko hingga risiko yang paling besar. Urutan pendanaannya adalah laba ditahan yang merupakan pendanaan internal, pendanaan eksternal berupa utang dan pilihan terakhir yaitu pendanaan yang berasal dari modal saham (Margana dan Wiagustini, 2019). Teori ini juga memiliki asumsi sebagai berikut: (1) Dana internal yang merupakan hasil dari kegiatan operasional berupa laba ditahan cenderung lebih disukai oleh perusahaan, (2) Penyesuaian target *dividend payout ratio* terhadap peluang investasi akan tetap diusahakan dengan upaya menghindari perubahan pembayaran dividen yang signifikan, (3) Kebijakan pembayaran dividen yang cenderung sukar mengalami modifikasi ditambah naik turunnya profitabilitas dan peluang investasi yang sulit diprediksi mengakibatkan aliran dana internal terkadang melebihi atau kurang dari kebutuhan investasi, dan (4) Jika pendanaan eksternal diperlukan oleh perusahaan, pertama-tama dimulai dengan penerbitan sekuritas yang paling aman, yaitu penerbitan utang, *convertible bond*, apabila dana tersebut masih belum mencukupi perusahaan akan memilih alternatif tambahan yang paling akhir yaitu penerbitan saham baru (Nisfianti dan Handayani, 2017).

Trade Off Theory. Teori *trade off* menurut (Modigliani dan Miller, 1963) menjelaskan kaitan atau hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Teori ini mengungkapkan bahwa perusahaan mengejar pembiayaan eksternal dalam bentuk utang. Hal ini dikarenakan adanya perlindungan pajak dari utang sehingga nilai perusahaan mampu mengalami peningkatan (Ibrahimy dan Aidi, 2021). Beban bunga yang timbul dari utang tersebut dapat dimanfaatkan sebagai pengurang pajak sehingga membuat beban

utang lebih rendah jika dibandingkan dengan saham biasa ataupun saham preferen (Brigham dan Houston, 2019). Berdasarkan *trade off theory*, jika terjadi keseimbangan antara manfaat berupa penghematan pajak dan pengorbanan berupa beban bunga pinjaman, biaya keagenan dan biaya kebangkrutan yang muncul dari pemanfaatan utang maka struktur modal akan menjadi optimal. Namun, penggunaan utang secara berlebihan dimana pengorbanan lebih besar daripada manfaat yang diperoleh dapat menyebabkan kerugian, sehingga perusahaan tersebut sudah tidak diperkenankan untuk mengambil kebijakan berupa penambahan utang (Umdiana dan Claudia, 2020).

Agency Theory. *Agency theory* biasa disebut juga dengan teori keagenan. Menurut (Jensen dan Meckling, 1976), teori tersebut menggambarkan hubungan yang terjadi antara pihak agen yaitu manajer dan pihak *principal* yaitu pemilik perusahaan atau pemegang saham dan masalah yang muncul dari hubungan tersebut. Pihak *principal* tersebut adalah pihak yang memberikan dana dan sarana dalam upaya mengoperasikan dan mengelola sebuah perusahaan, sedangkan pihak agen adalah pihak lain yang mendapatkan insentif dan wewenang serta bertanggung jawab atas jalannya operasional perusahaan agar kepentingan pemegang saham dapat terpenuhi dengan baik dan menaikkan nilai perusahaan (Arlita dan Sujandari, 2019). Pengawasan atas kinerja manajer juga diperlukan dengan beberapa cara yaitu pemeriksaan laporan keuangan, pengikatan agen, serta pembatas atas kebijakan yang akan diambil oleh manajemen. Konflik berpotensi muncul apabila pihak-pihak bersangkutan mempunyai tujuan yang berbeda dan perbedaan keputusan dalam penentuan pendanaan. Alternatif yang dapat digunakan untuk mengurangi biaya keagenan adalah dengan meningkatkan kepemilikan manajerial dalam perusahaan (Khafid dkk., 2020).

Struktur Modal. Pengertian dari struktur modal adalah proposi penggunaan dana eksternal berupa utang jangka panjang maupun jangka pendek yang dibandingkan dengan penggunaan dana internal berupa modal sendiri (Nisfianti dan Handayani, 2017). Struktur modal ialah salah satu indikator krusial yang dapat menentukan keberlangsungan perusahaan yang menyangkut masalah keuangan karena baik atau buruknya kebijakan struktur modal yang diambil dapat memengaruhi posisi keuangan perusahaan (Anum, 2018).

Kepemilikan Manajerial. Kepemilikan manajerial ialah kepemilikan modal saham oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen perusahaan (Laksana dan Widyawati, 2016). Pihak manajemen yang dimaksud adalah direktur dan komisaris yang memiliki peran aktif dalam membuat kebijakan dan mengambil keputusan di perusahaan (Margana dan Wiagustini, 2019). Kepemilikan manajerial menyebabkan direktur dan komisaris memiliki dua posisi sekaligus yaitu sebagai pemegang saham perusahaan dan sebagai pihak manajemen.

Umur Perusahaan. Umur Perusahaan didefinisikan sebagai rentang waktu yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam bertahan, mengambil kesempatan yang tersedia, dan bersaing secara ketat dalam dunia bisnis. Umur perusahaan juga dapat menunjukkan reputasi dan tingkat kreditabilitas yang dimiliki oleh perusahaan di pasar perekonomian. Umur perusahaan diukur atau dihitung dari jangka waktu perusahaan

sudah terdaftar di bursa efek atau menjadi perusahaan *go public* hingga tanggal laporan tahunan (Margana dan Wiagustini, 2019).

Profitabilitas. Profitabilitas didefinisikan sebagai rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan dalam suatu periode dari serangkaian keputusan yang telah diambil perusahaan (Utami, 2019). Tingkat efisiensi dan efektifitas kebijakan dalam menggunakan asetnya dapat dilihat dari tingkat profitabilitasnya apakah sudah dimanfaatkan secara maksimal atau tidak (Ariyani dkk, 2018).

Likuiditas. Likuiditas merupakan gambaran yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar utang jangka pendek dengan tidak melewati batas waktu yang telah ditetapkan dalam jangka waktu satu tahun. Utang jangka pendek terdiri dari utang usaha, utang dividen, utang pajak, dan lain-lain (Dewi dan Fachrurrozie, 2021). Likuiditas dapat dinilai dari besar atau kecilnya total aktiva lancar yang mudah diubah menjadi kas seperti kas, surat berharga, piutang dan perlengkapan (Alam dan Kurniasih, 2020).

Ukuran Perusahaan. Ukuran perusahaan sebagai suatu patokan yang dapat mengkategorikan besar kecilnya suatu perusahaan yang ditentukan dengan beberapa cara, yaitu berdasarkan total aktiva, total ekuitas, rata-rata penjualan dan total penjualan (Chabachib *et al.*, 2020). Ukuran perusahaan tersebut dapat dijadikan sebagai indikator yang mampu menggambarkan tingkat kekuatan keuangan yang dimiliki oleh sebuah perusahaan (Brigham dan Houston, 2019).

Penelitian Terdahulu. Berdasarkan hasil penelitian (Thesarani, 2017) dan (Margana dan Wiagustini, 2019) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan secara signifikan terhadap struktur modal. Penelitian (Afendi, 2018) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh signifikan dan positif terhadap struktur modal. Namun, hasil penelitian (Bernawati dan Batara, 2019) dan (Khafid dkk., 2020) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Berdasarkan hasil penelitian (Kieschnick dan Moussawi, 2018) dan (Wardana dan Sudiarta, 2015) menyatakan bahwa umur perusahaan mempunyai pengaruh signifikan dan negatif terhadap struktur modal. Hasil penelitian (Margana dan Wiagustini, 2019) menunjukkan bahwa umur perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Lain halnya, hasil penelitian (mariani, 2021), dan (Bernawati dan Batara, 2019) yang menyatakan bahwa umur perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh (Khafid dkk.,2020) dan (Bhawa dan Dewi, 2015) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Penelitian yang dilakukan oleh (Kenji dan Rosmita, 2020) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Sementara itu, hasil penelitian (Bako dan Marsoem, 2020) dan (Nisfianti dan Handayani, 2017) menyatakan bahwa profitabilitas tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Berdasarkan hasil penelitian yang ditemukan oleh (Kenji dan Rosmita, 2020), (Bako dan Marsoem, 2020), dan (Dewi dan Fachrurrozie, 2021) menunjukkan bahwa likuiditas mempunyai pengaruh yang signifikan dan negatif terhadap struktur modal. Hasil penelitian yang dilakukan oleh (Bhawa dan Dewi, 2015) menyatakan bahwa likuiditas memiliki pengaruh yang signifikan dan positif terhadap struktur modal. Namun, hasil penelitian yang berbeda ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh (Alam dan Kurniasih, 2020) yang menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal.

Berdasarkan hasil penelitian (Nisfianti dan Handayani, 2017) menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan dapat memoderasi pengaruh variabel profitabilitas terhadap variabel dependen struktur modal. Berbeda dengan hasil penelitian tersebut, penelitian yang dilakukan oleh (Zulvia dan Linda, 2019), (Dewi dan Fachrurrozie, 2021), dan (Khafid dkk., 2020) menyatakan bahwa pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal tidak dapat dimoderasi oleh ukuran perusahaan.

Hasil penelitian (Dewi dan Fachrurrozie, 2021) menunjukkan pengaruh variabel likuiditas terhadap variabel dependen struktur modal dapat dimoderasi oleh variabel ukuran perusahaan. Sedangkan hasil penelitian (Gunardi dkk., 2020) menunjukkan bahwa pengaruh likuiditas terhadap struktur modal tidak dapat dimoderasi oleh ukuran perusahaan.

Pengembangan Hipotesis. Efek Kepemilikan Manajerial Pada Struktur Modal.

Menurut (Khafid dkk., 2020), berdasarkan *agency theory*, kepemilikan manajerial oleh komisaris dan direktur dapat mengurangi konflik keagenan karena terjadi keselarasan antara kepentingan pemegang saham dan manajer. Pihak manajer yang berkedudukan ganda sebagai pihak agen dan pihak pemegang saham akan selalu berupaya untuk meningkatkan nilai perusahaan. Salah satunya mengembangkan usaha dengan meningkatkan penggunaan modal dari pihak eksternal yaitu utang karena memiliki manfaat. Manfaatnya menurut (Ibrahimi dan Aidi, 2021) adalah beban bunga yang ditimbulkan utang dapat dijadikan sebagai pengurang pendapatan yang akhirnya terjadi penghematan pajak. Selain itu, menurut pendapat (Fayez dkk., 2019), penggunaan utang dapat menghindari dilusi saham atau penurunan persentase kepemilikan saham manajerial yang mampu memperlemah kontrolnya dalam perusahaan. Menurut (Bernawati dan Batara, 2019), hal ini sepeham dengan pandangan dalam teori *trade off*.

Efek Umur Perusahaan Pada Struktur Modal. (Nindiani & Arilyn, 2019) mengemukakan bahwa perusahaan yang sudah lama terdaftar di bursa efek mencerminkan bahwa perusahaan tersebut memiliki kapabilitas dalam mengakumulasi modal internalnya dan mengatur aliran dana kas dengan baik sehingga tidak bergantung penuh pada pinjaman yang berasal dari pihak eksternal. Hal ini sejalan dengan *pecking order theory*, dimana perusahaan lebih mengutamakan dana internal dibandingkan dengan dana eksternal (Margana dan Wiagustini, 2019).

Efek Profitabilitas Pada Struktur Modal. Menurut (Alam & Kurniasih, 2020), profitabilitas yang dihasilkan perusahaan dalam suatu periode dapat menunjukkan seberapa efisien penggunaan aset perusahaan. Profitabilitas juga dapat dijadikan sebagai alat pengendalian manajemen dalam membuat susunan anggaran, target serta evaluasi

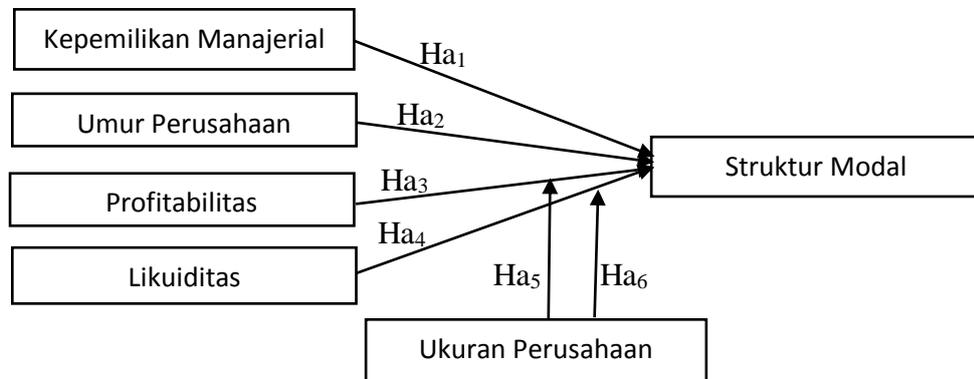
terhadap pengelolaan kegiatan operasional yang dijadikan sebagai acuan dalam penentuan struktur modal. (Khafid dkk., 2020) mengungkapkan bahwa keuntungan tersebut akan dialokasikan ke laba ditahan dan kemudian digunakan sebagai sumber modal internal perusahaan. (Wirianata & Wijoyo, 2020) menyatakan tingginya profitabilitas yang diperoleh membuat perusahaan tersebut cenderung menggunakan dana internal untuk memenuhi sebagian besar pengeluaran operasional dibandingkan dengan dana eksternal. Maka dari itu, hal ini yang membuat tingkat struktur modal relatif rendah. Menurut (Dewi dan Fachrurrozie, 2021), penjelasan ini sejalan dengan *pecking order theory* dimana perusahaan yang memperoleh keuntungan yang besar umumnya melakukan pinjaman utang dalam jumlah yang sedikit.

Efek Likuiditas Pada Struktur Modal. (Suherman, dkk., 2019) mengatakan bahwa tingginya likuiditas perusahaan yang diukur dengan rasio lancar mengisyaratkan bahwa perusahaan mempunyai jumlah aktiva lancar yang besar. (Bako & Marsoem, 2020) mengemukakan pendapat bahwa aktiva lancar dengan jumlah yang tinggi dapat dimanfaatkan perusahaan untuk melunasi utang sehingga jumlah utang secara keseluruhan mengalami penurunan. Selain itu, perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi terdorong menggunakan dana internal dalam memenuhi kebutuhan operasional (Suherman dkk., 2019). Menurut (Dewi dan Fachrurrozie, 2021), uraian ini sepaham dengan *pecking order theory* yang menyatakan perusahaan dengan likuiditas yang tinggi cenderung memiliki struktur modal yang rendah.

Ukuran Perusahaan Memoderasi Efek Profitabilitas Pada Struktur Modal. Perusahaan dengan tingkat keuntungan tinggi akan mengalokasikannya ke laba ditahan dan mengurangi penggunaan dana eksternal dari kreditur. Jumlah aktiva yang dimiliki perusahaan dapat menentukan ukuran dari perusahaan tersebut. Perusahaan dengan ukuran yang besar akan mengoptimalkan penggunaan asetnya dengan tujuan mengoptimalkan penghasilan labanya juga (Dewi dan Fachrurrozie, 2021). Keberhasilan memperoleh keuntungan yang tinggi ditambah dengan ukuran yang besar menggambarkan bawah perusahaan tersebut mampu membiayai seluruh kegiatan operasionalnya dengan dana internal (Cristie & Fuad, 2015).

Ukuran Perusahaan Memoderasi Efek Likuiditas Pada Struktur Modal. Likuiditas yang tinggi mencerminkan besarnya jumlah aset lancar yang mampu memenuhi pembiayaan operasional ditambah dengan melunasi utang jangka pendeknya (Dewi dan Fachrurrozie, 2021). Perusahaan dengan ukuran yang besar cenderung menggunakan jumlah aset yang tersedia tersebut untuk mengelolah kegiatan operasionalnya. Maka dari itu, perusahaan dengan likuiditas yang tinggi serta ukuran yang besar mempresentasikan dana internal perusahaan yang memadai mampu mendanai sebagian besar kegiatan operasionalnya (Cristie & Fuad, 2015). (Wirianata & Wijoyo, 2020) mengungkapkan bahwa hal ini didukung dengan pemikiran dalam *pecking order theory* dimana kegiatan operasional akan diprioritaskan menggunakan dana internal terlebih dahulu.

Kerangka pemikiran penelitian ini dapat dipresentasikan dengan model sebagai berikut:



Gambar 1. Model Penelitian

Dari kerangka pemikiran yang dibangun di atas, hipotesis penelitian tercantum di bawah ini:

Ha₁: Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

Ha₂: Umur perusahaan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

Ha₃: Profitabilitas memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

Ha₄: Likuiditas manajerial memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

Ha₅: Ukuran perusahaan mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal.

Ha₆: Ukuran perusahaan mampu memoderasi pengaruh likuiditas terhadap struktur modal.

METODOLOGI

Populasi dan Sampel. Populasi yang digunakan sebagai subjek penelitian ini ialah perusahaan sektor manufaktur yang secara konsisten terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2017-2020. Teknik pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik yang bernama *non-probability sampling* berupa *purposive sampling*. Menurut (Sugiyono, 2019), teknik *purposive sampling* digunakan dengan tujuan untuk memperoleh sampel penelitian yang representatif dari sebuah populasi. Berikut adalah kriteria pemilihan sampel dalam penelitian ini: (1) Perusahaan manufaktur yang menyajikan laporan keuangan tahunan yang berakhir tanggal 31 Desember selama tahun 2017-2020, (2) Perusahaan manufaktur yang memperoleh laba selama tahun 2017-2020 berturut-turut, (3) Perusahaan manufaktur yang memiliki kepemilikan manajerial selama tahun 2017-2020. Jumlah sampel penelitian adalah sebanyak 38 perusahaan dengan periode penelitian selama empat tahun sehingga diperoleh data penelitian secara keseluruhan sebanyak 152 data.

Teknik Pengumpulan Data. Data yang dipakai dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang seluruh data tersebut bersumber dari laporan tahunan dan laporan keuangan

perusahaan manufaktur selama tahun 2017-2020 yang tercatat di *website* resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id). Setelah proses pengumpulan data pada *Microsoft Excel* 2016, seluruh data penelitian diolah dengan *software Eviews 12 SV*.

Operasionalisasi Variabel. Variabel penelitian dan proksi disajikan sebagai berikut:

Tabel 1. Operasionalisasi Variabel

Variabel	Proksi	Skala	Sumber
Struktur Modal	$DER = \frac{Total\ debt}{Total\ equity}$	Rasio	Margana dan Wiagustini (2019)
Kepemilikan Manajerial	$MO = \frac{\Sigma\ managerial\ shares}{\Sigma\ outstanding\ shares}$	Rasio	Puspita dan Suherman (2018)
Umur Perusahaan	AGE= Tahun penelitian – tahun IPO di BEI	Rasio	Margana dan Wiagustini (2019)
Profitabilitas	$ROA = \frac{Profit\ after\ tax}{Total\ asset}$	Rasio	Cahyani dan Handayani (2017)
Likuiditas	$CR = \frac{Current\ asset}{Current\ liabilities}$	Rasio	Dewi dan Fachrurrozie (2021)
Ukuran Perusahaan	SIZE= $\log_{natural} total\ asset$	Rasio	Cahyani dan Handayani (2017)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Statistik Deskriptif. Tabel 2 di bawah ini menyajikan hasil pengujian statistik deskriptif atas variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini.

Tabel 2. Hasil Uji Statistik Deskriptif

	DER	MO	AGE	ROA	CR	SIZE
Mean	1.023970	0.084489	20.63158	0.055450	2.270959	29.03297
Median	0.811796	0.022067	25.00000	0.049940	1.753800	28.75029
Maximum	5.442557	0.682220	38.00000	0.182264	6.166799	33.49453
Minimum	0.101908	0.000010	1.000000	0.000500	0.869726	25.93549
Std. Dev.	0.890966	0.127777	9.830136	0.040059	1.359103	1.608154
Observations	152	152	152	152	152	152

Struktur modal sebagai variabel dependen yang diproksikan dengan DER memiliki nilai *mean* sebesar 1.023970, nilai *median* atau nilai tengah sebesar 0.811796, dan standar deviasi sebesar 0.890966. Nilai maksimum yaitu sebesar 5.442557 berasal dari nilai struktur modal perusahaan Alakasa Industrindo Tbk. pada tahun 2018, dan nilai minimum sebesar 0.101908 yang berasal dari nilai struktur modal perusahaan Indospring Tbk. pada tahun 2019. Kepemilikan manajerial sebagai variabel independen pertama memiliki *mean* sebesar 0.084489, *median* sebesar 0.022067 dan standar deviasi 0.127777. Nilai

maksimum sebesar 0.68222 yang berasal dari nilai kepemilikan manajerial perusahaan Ultra Jaya Milk Industry Tbk. pada tahun 2020, serta nilai minimum sebesar 0.00001 yang berasal dari perusahaan Semen Batujaya (Persero) Tbk. pada tahun 2017. Umur perusahaan atau *firm age* (*AGE*) sebagai variabel independen yang kedua memiliki nilai rata-rata sebesar 20.63158, nilai *median* sebesar 25 dan standar deviasi sebesar 9.830136. Nilai maksimum umur perusahaan sebesar 38 yang berasal dari umur perusahaan Supreme Cable Manufacturing & Commerce Tbk. pada tahun 2020, nilai minimum sebesar 1 yang berasal dari umur perusahaan Aneka Gas Industri Tbk. pada tahun 2017. Profitabilitas sebagai variabel independen ketiga yang diproksikan dengan ROA memiliki nilai *mean* sebesar 0.055450, nilai *median* sebesar 0.049940, dan standar deviasi sebesar 0.040059. Nilai maksimum sebesar 0.182264 berasal dari nilai profitabilitas perusahaan Siantar Top Tbk. pada tahun 2020, serta nilai minimum sebesar 0.0005 yang dimiliki oleh perusahaan Chitose International Tbk. pada tahun 2020. Likuiditas yang diproksikan dengan CR sebagai variabel independen terakhir atau variabel keempat memiliki nilai rata-rata (*mean*) sebesar 2.270959, nilai *median* sebesar 1.753800, dan nilai standar deviasi yang sebesar 1.359103. Nilai maksimum sebesar 6.166799 yang berasal dari nilai likuiditas perusahaan Indospring Tbk. pada tahun 2020, serta nilai minimum sebesar 0.869726 yang berasal dari nilai likuiditas perusahaan Mulia Industrindo Tbk. pada tahun 2017. Ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi memiliki *mean* sebesar 29.03297, *median* sebesar 28.75029, dan standar deviasi sebesar 1.608154. Ukuran perusahaan memiliki nilai maksimum sebesar 33.49453 yang berasal dari nilai ukuran perusahaan Astra International Tbk. pada tahun 2019, sedangkan nilai minimum sebesar 25.93549 yang berasal dari nilai ukuran perusahaan Betonjaya Manunggal Tbk. pada tahun 2017.

Uji Chow. Berikut adalah tabel 3 yang menyajikan hasil uji Chow:

Tabel 3. Hasil Uji Chow

	<i>Effect Test</i>	<i>Statistic</i>	<i>d.f.</i>	<i>Prob.</i>
Persamaan	<i>Cross-section F</i>	21.380098	(37,110)	0.0000
Regresi 1	<i>Cross-section F Chi-square</i>	319.670514	37	0.0000
Persamaan	<i>Cross-section F</i>	29.843336	(37,107)	0.0000
Regresi 2	<i>Cross-section F Chi-square</i>	368.834212	37	0.0000

Berdasarkan hasil uji Chow yang disajikan pada tabel 3 di atas, nilai probabilitas *cross-section F* dan nilai probabilitas *cross-section F chi-square* baik persamaan regresi pertama maupun persamaan regresi kedua sebesar 0.0000. Nilai probabilitas tersebut tidak melebihi dari nilai signfikansi atau nilai α sebesar 0.05. Maka dapat disimpulkan bahwa model yang lebih tepat untuk persamaan regresi pertama dan kedua dalam penelitian ini adalah *Fixed Effect Model*.

Uji Hausman. Berikut adalah Tabel 4 yang menyajikan hasil uji Hausman:

Tabel 4. Hasil Uji Hausman

	<i>Test Summary</i>	<i>Chi-Sq. Statistic</i>	<i>Chi-Sq. d.f.</i>	<i>Prob.</i>
Persamaan Regresi 1	<i>Cross-section random</i>	13.889232	4	0.0077
Persamaan Regresi 2	<i>Cross-section random</i>	73.220183	7	0.0000

Persamaan regresi pertama memiliki nilai probabilitas *cross-section random* sebesar 0.0077, dimana nilai probabilitas tersebut lebih rendah dari 0.05 dan dari hasil tersebut bisa ditarik sebuah kesimpulan bahwa model yang tepat untuk persamaan regresi pertama dalam penelitian ini adalah *Fixed Effect Model*. Persamaan regresi kedua memiliki nilai probabilitas *cross-section random* sebesar 0.0000 dimana nilai tersebut lebih kecil dari 0.05. Jadi, kesimpulan dari hasil uji hausman adalah model yang tepat untuk persamaan regresi kedua dalam penelitian ini yaitu *Fixed Effect Model*.

Uji Multikolinearitas. Hasil uji multikolinearitas disajikan pada tabel 5 sebagai berikut:

Tabel 5. Hasil Uji Multikolinearitas

	<i>MO</i>	<i>AGE</i>	<i>ROA</i>	<i>CR</i>	<i>SIZE</i>
<i>MO</i>	1	-0.003895	0.288326	0.282441	-0.228058
<i>AGE</i>	-0.003895	1	0.191034	-0.006715	0.063742
<i>ROA</i>	0.288326	0.191034	1	0.326001	0.248001
<i>CR</i>	0.282441	-0.006715	0.326001	1	-0.148941
<i>SIZE</i>	-0.228058	0.063742	0.248001	-0.148941	1

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas pada tabel 5 di atas menampilkan nilai koefisien korelasi antar seluruh variabel di bawah 0.8 yang berarti dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas.

Uji Heteroskedastisitas. Berikut adalah tabel 6 yang menyajikan hasil uji heteroskedastisitas:

Tabel 6. Hasil Uji Heteroskedastisitas

<i>Variable</i>	<i>Probability Persamaan Regresi 1</i>	<i>Probability Persamaan Regresi 2</i>
<i>C</i>	0.1373	0.8162
<i>MO</i>	0.2471	0.2947
<i>AGE</i>	0.2856	0.3766
<i>ROA</i>	0.9721	0.7157
<i>CR</i>	0.2284	0.4822
<i>SIZE</i>		0.9402
<i>SIZE*ROA</i>		0.6802
<i>SIZE*CR</i>		0.4539

Hasil uji heteroskedastisitas yang disajikan pada tabel 6 menggunakan uji Glejser. Persamaan regresi pertama terbebas dari masalah heteroskedastisitas dimana semua variabel independen yang terdiri dari kepemilikan manajerial, umur perusahaan, profitabilitas, dan likuiditas memiliki nilai probabilitas yang lebih besar dari 0.05.

Hasil uji heteroskedastisitas pada persamaan regresi kedua menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial, umur perusahaan, profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, interaksi antara variabel ukuran perusahaan dan variabel profitabilitas, dan interaksi variabel ukuran perusahaan dan variabel likuiditas memiliki nilai probabilitas lebih besar dari 0.05, sehingga dapat ditarik kesimpulan tidak terjadi masalah heteroskedastisitas pada persamaan regresi kedua.

Hasil Uji Regresi Data Panel. Hasil uji regresi untuk persamaan regresi pertama dan kedua yang diolah menggunakan program *EViews* 12SV ditampilkan pada tabel 7 sebagai berikut:

Tabel 7. Hasil Uji Analisis Regresi

Variable	Coefficient	
	Persamaan Regresi 1	Persamaan Regresi 2
<i>C</i>	2.260569	-32.64013
<i>MO</i>	1.507419	1.631450
<i>AGE</i>	-0.051097	-0.156601
<i>ROA</i>	-0.710851	-4.853053
<i>CR</i>	-0.118036	-0.505918
<i>SIZE</i>		1.269343
<i>SIZE*ROA</i>		0.129334
<i>SIZE*CR</i>		0.016951

Berdasarkan hasil uji analisis regresi linear berganda yang disajikan pada tabel 7, dapat disimpulkan persamaan regresi linear berganda pertama dalam penelitian ini sebagai berikut:

$$DER = 2.260569 + 1.507419 MO - 0.051097 AGE - 0.710851 ROA - 0.118036 CR + \varepsilon \dots\dots\dots(1)$$

Berdasarkan hasil uji analisis regresi dengan variabel moderasi, persamaan regresi kedua dirumuskan sebagai berikut:

$$DER = -32.64013 + 1.631450 MO - 0.156601 AGE - 4.853053 ROA - 0.505918 CR + 1.269343 SIZE + 0.129334 ROA * SIZE + 0.016951 CR * SIZE + \varepsilon \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan:

- DER* : Struktur modal
- MO* : Kepemilikan manajerial
- AGE* : Umur perusahaan
- ROA* : Profitabilitas
- CR* : Likuiditas
- SIZE* : Ukuran perusahaan

Hasil Uji Koefisien Determinasi. Berikut tabel 8 yang menyajikan hasil uji koefisien determinasi:

Tabel 8. Hasil Uji Koefisien Determinasi

Persamaan	<i>Adjusted R-squared</i>
1	0.887648
2	0.922890

Berdasarkan hasil uji koefisien determinasi yang ditampilkan pada tabel 8 menunjukkan bahwa nilai *Adjusted R²* determinasi persamaan regresi pertama sebesar 0.887648. Hal ini berarti variabel independen yang terdiri dari kepemilikan manajerial, umur perusahaan, profitabilitas dan likuiditas mampu menjelaskan struktur modal sebagai variabel dependen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia pada periode 2017-2020 sebesar 88.7648%, sisanya 11.2352% dapat dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diuji dalam penelitian ini.

Persamaan regresi kedua memiliki nilai *Adjusted R²* sebesar 0.922890. Hal ini berarti variabel kepemilikan manajerial, umur perusahaan, profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, interaksi variabel ukuran perusahaan dan variabel profitabilitas, serta interaksi variabel ukuran perusahaan dan variabel likuiditas mampu menjelaskan variabel dependen yaitu struktur modal sebesar 92.2890%, sedangkan sisanya 7.711% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

Hasil Uji F. Berikut ini merupakan tabel 9 yang menyajikan hasil dari uji F:

Tabel 9. Hasil Uji F

Persamaan	<i>Prob (F-statistic)</i>
1	0.000000
2	0.000000

Berdasarkan tabel 9 yang menampilkan hasil uji F memperlihatkan persamaan regresi pertama memiliki nilai probabilitas (*F-statistic*) sebesar 0.000000, dimana nilai probabilitas tersebut tidak melebihi dari nilai α sebesar 0.05. Dari hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial, variabel umur perusahaan, variabel profitabilitas, dan variabel likuiditas secara bersama-sama mampu memengaruhi variabel dependen struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia pada periode 2017-2020.

Persamaan regresi kedua mempunyai nilai probabilitas (*F-statistic*) sebesar 0.000000, dimana nilai tersebut lebih kecil dari nilai α sebesar 0.05. Dari hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial, umur perusahaan, profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, interaksi variabel ukuran perusahaan dan variabel profitabilitas, serta interaksi variabel ukuran perusahaan dan variabel likuiditas secara bersama-sama mampu memengaruhi variabel dependen struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia pada periode 2017-2020.

Hasil Uji Hipotesis. Berikut ini merupakan hasil dari uji hipotesis:

Tabel 10. Hasil Uji Hipotesis

<i>Variable</i>	Persamaan Regresi 1		Persamaan Regresi 2	
	<i>Coefficient</i>	<i>Prob.</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Prob.</i>
<i>C</i>	2.260569	0.0000	-32.64013	0.0000
<i>MO</i>	1.507419	0.1364	1.631450	0.0535
<i>AGE</i>	-0.051097	0.0212	-0.156601	0.0000
<i>ROA</i>	-0.710851	0.5737	-4.853053	0.7955
<i>CR</i>	-0.118036	0.0482	-0.505918	0.6059
<i>SIZE</i>			1.269343	0.0000
<i>SIZE*ROA</i>			0.129334	0.8425
<i>SIZE*CR</i>			0.016951	0.6188

Berdasarkan hasil uji hipotesis persamaan regresi pertama yang telah ditampilkan pada tabel 10, variabel kepemilikan manajerial yang dilambangkan dengan *MO* memiliki nilai probabilitas sebesar 0.1364 yang melebihi nilai signifikansi 0.05. Maka dapat disimpulkan bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel struktur modal dan H_{a1} tidak diterima. Variabel umur perusahaan yang dilambangkan dengan *AGE* memiliki nilai probabilitas sebesar 0.0212 dimana nilai tersebut tidak melebihi nilai signifikansi 0.05, serta nilai koefisien regresi sebesar -0.051097. Artinya, umur perusahaan memiliki pengaruh signifikan dan negatif terhadap variabel struktur modal dan H_{a2} diterima. Variabel profitabilitas yang diproksikan dengan *ROA* memiliki nilai probabilitas sebesar 0.5737, nilai tersebut lebih besar jika dibandingkan dengan nilai signifikansi 0.05 yang artinya profitabilitas tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel struktur modal sehingga H_{a3} tidak diterima. Variabel likuiditas yang diproksikan dengan *CR* mempunyai nilai probabilitas sebesar 0.0482, nilai tersebut tidak lebih besar dari nilai signifikansi 0.05, serta mempunyai nilai koefisien regresi sebesar -0.118036, dapat ditarik kesimpulan dari hasil tersebut bahwa variabel likuiditas memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel struktur modal sehingga H_{a4} diterima.

Nilai probabilitas dari interaksi variabel ukuran perusahaan dan variabel profitabilitas pada persamaan regresi kedua pada tabel 10 sebesar 0.8425 yang melebihi nilai signifikansi 0.05. Sehingga dapat ditarik sebuah kesimpulan bahwa pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal tidak dapat dimoderasi oleh ukuran perusahaan tidak dan H_{a5} tidak diterima. Nilai probabilitas interaksi variabel ukuran perusahaan dan variabel likuiditas pada persamaan regresi kedua sebesar 0.6188, nilai tersebut telah melebihi nilai signifikansi 0.05. Hasil uji hipotesis tersebut menunjukkan bahwa pengaruh likuiditas terhadap struktur modal tidak dapat dimoderasi oleh ukuran perusahaan. Oleh karena itu, H_{a6} tidak diterima.

DISKUSI

Kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan pada struktur modal. Hasil yang sama juga ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh (Bernawati dan Batara, 2019) dan (Khafid dkk., 2020). Akan tetapi, hasil ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan (Afendi, 2018) yang mengungkapkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif secara signifikan pada struktur modal. Hasil ini juga bertentangan dengan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh (Thesarani, 2017) dan

(Margana dan Wiagustini, 2019) yang mengungkapkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif dan signifikan pada struktur modal. Pihak manajer akan membuat kebijakan struktur modal berdasarkan kepentingan umum yaitu untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Untuk mencapai hal tersebut, manajer akan memperluas operasionalnya dengan menggunakan utang karena manfaat penghematan pajak. Namun tidak selalu seperti itu, manajer yang memegang saham perusahaan cenderung lebih hati-hati dalam proses penentuan struktur modal untuk kepentingannya sendiri karena merasa ikut menanggung pengorbanan yang ditimbulkan dari utang. Selain itu dari data yang telah dikumpulkan, tingkat kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2020 relatif rendah dibandingkan dengan kepemilikan pihak lainnya dengan rata-rata hanya sebesar 0.084489, hal ini memungkinkan pihak manajer tidak mempunyai suara yang cukup dan signifikan dalam menentukan kebijakan struktur modal perusahaan sesuai dengan kepentingannya.

Umur perusahaan mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian yang sama ditemukan dalam penelitian yang dilakukan (Wardana dan Sudiarta, 2015) dan (Kieschnick dan Moussawi, 2018). Namun, hasil ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan (Margana dan Wiagustini, 2019) yang mengatakan bahwa umur perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan pada struktur modal. Hasil ini juga berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh (Mariani, 2021) dan (Bernawati dan Batara, 2019) yang mengatakan bahwa umur perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Semakin lama suatu perusahaan telah melakukan *Initial Public Offering (IPO)* di Bursa Efek Indonesia, kondisi ini mengindikasikan bahwa perusahaan cenderung sudah berkembang menjadi lebih mapan, matang, dan perusahaan memiliki kecenderungan memilih dana internal dalam hal membiayai keperluan operasional perusahaan dibandingkan dengan dana eksternal. Hal ini disebabkan oleh kemampuan perusahaan dalam mengatur masalah keuangan dan aliran dana internalnya dengan baik berdasarkan pengalaman-pengalaman bisnis yang pernah dilalui sehingga ketergantungan pada penggunaan dana eksternal yaitu utang dalam hal membiayai operasionalnya mengalami penurunan. Hasil penelitian tersebut sejalan dengan pemahaman yang diuraikan dalam teori *pecking order* bahwa perusahaan memprioritaskan pendanaan dibandingkan dengan pendanaan eksternal. Semakin lama perusahaan tersebut telah mendaftarkan menjadi perusahaan *go public*, maka struktur modalnya semakin rendah.

Profitabilitas tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil ini konsisten dengan yang ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh (Bako dan Marsoem, 2020) dan (Nisfianti dan Handayani, 2017). Namun, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh (Khafid dkk., 2020) dan (Bhawa dan Dewi, 2015) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif secara signifikan terhadap struktur modal. Hasil ini juga tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh (Kenji dan Rosmita, 2020) yang mengungkapkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh signifikan dan positif terhadap struktur modal. Profitabilitas mengindikasikan kapabilitas perusahaan melalui rangkaian kebijakan yang berlaku dengan memanfaatkan aset perusahaan secara efisien dan efektif untuk menghasilkan keuntungan secara maksimal dalam periode tertentu. Dari data yang telah dikumpulkan, dapat dilihat tingkat profitabilitas pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2020 memiliki nilai *mean* yang relatif kecil sebesar 0.055450, sehingga profitabilitas tidak dapat menjelaskan pengaruhnya secara signifikan pada variansi struktur modal.

Selain itu, besar atau kecilnya profitabilitas yang diperoleh perusahaan pada suatu waktu tidak dapat menjamin besar atau kecilnya struktur modal perusahaan.

Likuiditas yang memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian yang dilakukan oleh (Kenji dan Rosmita, 2020), (Dewi dan Fachrurrozie, 2021), dan (Bako dan Marsoem, 2020) sejalan dengan hasil penelitian ini. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang ditemukan oleh (Bhawa dan Dewi, 2015) yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh positif dan secara signifikan terhadap struktur modal. Hasil ini juga bertentangan dengan penelitian yang ditemukan oleh (Alam dan Kurniasih, 2020) yang mengungkapkan likuiditas perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal. Likuiditas menggambarkan kemampuan yang dimiliki perusahaan dalam hal melunasi utang jangka pendeknya. Tingkat likuiditas yang tinggi mengindikasikan bahwa tingginya total aktiva lancar perusahaan. Aktiva lancar dengan jumlah yang besar dapat dimanfaatkan dalam hal pelunasan kewajiban lancar sebelum melewati batas jatuh tempo, serta sisanya dimanfaatkan dalam membiayai investasi dan operasional perusahaan. Dengan begitu struktur modal perusahaan akan mengalami penurunan. Penjelasan ini sejalan dengan *pecking order theory*, dimana perusahaan akan menggunakan dana internal terlebih dahulu dibandingkan dana eksternal.

Ukuran perusahaan tidak dapat memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal. Hasil penelitian yang sama juga ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh (Dewi dan Fachrurrozie, 2021) dan (Khafid dkk., 2020). Namun, hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian (Nisfianti dan Handayani, 2017) yang menemukan bukti empiris bahwa ukuran perusahaan dapat memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal. Besar atau kecilnya profitabilitas yang dihasilkan oleh suatu perusahaan tidak dapat menjamin apakah perusahaan akan menggunakan modalnya sendiri atau menggunakan utang, sehingga hal ini dapat menyebabkan ukuran perusahaan tidak bisa memoderasi pengaruh variabel profitabilitas terhadap variabel dependen struktur modal. Hal ini menggambarkan bahwa perusahaan dalam menentukan strategi struktur modalnya mungkin lebih berdasarkan pada pertimbangan manfaat serta pengorbanan yang akan ditanggung dari pemilihan dana untuk kegiatan operasionalnya.

Ukuran perusahaan tidak dapat memoderasi pengaruh likuiditas terhadap struktur modal. Hasil penelitian yang sama juga ditemukan dalam penelitian yang dilakukan oleh (Gunardi dkk., 2020). Akan tetapi, hasil ini bertentangan dengan penelitian (Dewi dan Fachrurrozie, 2021) yang mengungkapkan bahwa ukuran perusahaan dapat memoderasi pengaruh likuiditas terhadap struktur modal. Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas tinggi merupakan suatu kondisi yang mencerminkan perusahaan tersebut akan lebih cenderung tetap menggunakan pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal berupa utang atau pinjaman. Artinya, perusahaan yang tingkat likuiditasnya tinggi dengan ukuran perusahaan baik besar maupun kecil, perusahaan tersebut akan tetap memilih dana internal untuk mendanai kegiatan operasionalnya, dimana kondisi tersebut sesuai dengan pemahaman yang dinyatakan oleh teori *pecking order*. Jadi, ukuran perusahaan tidak mampu memoderasi pengaruh likuiditas pada struktur modal.

KESIMPULAN

Pengaruh umur perusahaan yang negatif dan signifikan terhadap struktur modal menunjukkan bahwa perusahaan yang sudah mendaftarkan diri sebagai perusahaan *go public* sejak lama mencerminkan perusahaan tersebut memiliki kebijakan pengelolaan keuangan yang stabil dan baik, perusahaan sendiri mampu mengatur aliran dana internal untuk keperluan operasional sehingga ketergantungan pada utang dari kreditur berkurang.

Pengaruh kepemilikan manajerial yang tidak signifikan terhadap struktur modal diakibatkan oleh nilai rata-rata kepemilikan manajerial perusahaan manufaktur yang relatif rendah, sehingga manajer tidak memiliki pengaruh besar atau suara dalam proses penentuan struktur modal perusahaan.

Pengaruh profitabilitas yang tidak signifikan terhadap struktur modal menunjukkan bahwa dalam proses penyusunan komposisi pendanaan, manajer tidak hanya mempertimbangkan profitabilitas saja, melainkan faktor-faktor lain yang menjadi penentu komposisi struktur modal tersebut. Selain itu, nilai rata-rata profitabilitas yang relatif rendah, hal ini yang mengakibatkan profitabilitas tidak mampu menjelaskan pengaruhnya pada struktur modal secara signifikan.

Pengaruh negatif likuiditas yang signifikan terhadap struktur modal menunjukkan bahwa semakin tingginya tingkat likuiditas suatu perusahaan menyebabkan pihak manajer perusahaan mengurangi keputusan peminjaman dana eksternal sehingga struktur modal menurun. Perusahaan dapat menggunakan aktiva lancar yang tersedia untuk melunasi utang jangka pendek serta menggunakan sisanya untuk keperluan operasional.

Ukuran perusahaan tidak mampu memoderasi pengaruh variabel profitabilitas terhadap variabel dependen struktur modal karena profitabilitas yang dihasilkan oleh perusahaan tidak menjamin komposisi struktur modal perusahaan yang terdiri dari penggunaan dana internal atau penggunaan dana eksternal. Perusahaan dalam menentukan struktur modalnya mungkin lebih berdasarkan manfaat serta pengorbanan yang akan ditanggung dari strategi pendanaan yang dipilih, sehingga ukuran perusahaan tidak dapat memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal.

Ukuran perusahaan tidak mampu memoderasi pengaruh variabel likuiditas terhadap variabel dependen struktur modal karena perusahaan dengan likuiditas yang baik dengan ukuran perusahaan yang besar maupun ukuran perusahaan yang kecil akan cenderung menggunakan dana internal dalam jumlah yang lebih besar untuk kegiatan operasional daripada dana eksternal.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan dalam proses pembuatannya antara lain sebagai berikut: keterbatasan dalam periode penelitian yang digunakan yaitu hanya empat tahun dari 2017-2020, penelitian ini hanya terbatas menggunakan empat variabel independen yang meliputi profitabilitas, likuiditas, umur perusahaan dan kepemilikan manajerial serta satu variabel moderasi yaitu ukuran perusahaan, dan sampel penelitian yang terbatas, hanya menggunakan perusahaan sektor manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

Dari keterbatasan yang telah dijabarkan, terdapat beberapa saran untuk penelitian berikutnya sebagai berikut: pertama, sebaiknya penelitian selanjutnya memperpanjang periode penelitian yang lebih dari empat tahun. Kedua, sebaiknya penelitian selanjutnya menggunakan variabel independen serta variabel moderasi di luar penelitian ini seperti *growth opportunity* dan *asset structure*. Ketiga, sebaiknya penelitian selanjutnya

memperluas perusahaan pada sektor lainnya dan tidak terbatas pada perusahaan sektor manufaktur.

DAFTAR PUSTAKA

- Afendi, Arif. (2018). Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal Perusahaan (Studi di Bursa Efek Indonesia). *Segmen Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 14(2), 1-23.
- Alam, M. S. & Kurniasih A. (2020). Determinant of Capital Structure of Property & Real Estate Companies in Indonesia Stock Exchange. *Dinasti International of Economics, Finance & Accounting*, 1(4), 659-668.
- Anum, Fatima. (2018). Analysis Factors of Affecting Capital Structure with Firm Size as Moderating Variable in Consumer Goods Companies Listed on BEI. *International Journal of Public Budgeting, Accounting and Finance*, 20(7), 98-106.
- Ariyani, H. F., Pangestuti, I., & Raharjo, S. T. (2019). The Effect of Asset Structure, Profitability, Company Size, and Company Growth on Capital Structure (The Study of Manufacturing Companies Listed on the IDX for the Period 2013 - 2017). *Jurnal Bisnis Strategi*, 27(2), 123-136.
- Arlita, D. P. & Surjandari, D. A. (2019). The Effect of Profitability, Liquidity, Asset Structure, Growth Opportunity, Institutional Ownership on Capital Structure (Case Study at Property and Real Estate Companies in Indonesia Stock Exchange Period 2013-2017). *Scholars Bulletin*, 5(8), 461-470.
- Bako, S. M. & Marsoem, B. S. (2020). Determinant of Capital Structure of Coal Sub-Sector Mining Companies Listed on Indonesai Stock Exchange. *International Journal of Innovative Science and Research Technology*, 5(9), 1446-1454.
- Bernawati, Y. & Batara, G. R. (2019). Good Corporate Governance, Firm Age, and Capital Structure (Studies on Property and Real Estate Companies Listed on IDX). *Sustainable Business Accounting and Management Review*, 1(3), 101-111.
- Bhawa, I. B. M. D. & Dewi, N. M. R. (2015). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Likuiditas, Profitabilitas, dan Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal Perusahaan Farmasi. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 4(7), 1949-1966.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management. Fifteenth Edition*. Boston: Cengage Learning.
- Cahyani, N. I., & Handayani, N. (2017). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Size, Kepemilikan Institusional, dan Tangibility Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 6(2), 614-630.
- Chabachib, M., Hersugondo, H., Septiardi, D., & Pamungkas, I. D. (2020). The Effect of Investment Opportunity Set and Company Growth on Firm Value: Capital Structure as an Intervening Variable. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 12(11), 139-156.
- Dewi, C. R. & Fachrurrozie. (2021). The Effect of Profitability, Liquidity, and Asset Structure on Capital Structure with Firm Size as Moderating Variable. *Accounting Analysis Journal*, 10(1), 32-38.

- Fayez, M., Ragab, A. & Moustafasoliman, M. (2019). The Impact of Ownership Structure on Capital Structure: An Empirical Study on the Most Active Firms in the Egyptian Stock Exchange. *Open Access Library Journal*, 6(9), 1-13.
- Gunardi, A., Firmansyah, E. A. M., Widyaningsih, I. U. & Rossi, M. (2020). Capital Structure Determinants of Construction Firms: Does Firm Size Moderate the Result? *Montenegrin Journal of Economics*, 16(2), 93-100.
- Ibrahimy, A. I. & Aidi, A. A. B. (2021). Impact of Ownership Structure on Capital Structure: A Study of Corporate Financing of Manufacturing Companies in Malaysia. *International Journal of Business and Social Science*, 12(1), 39-45.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kenji & Rasyid, R. (2020). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Capital Structure Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi Tarumanagara*, 2 (April), 687-696.
- Khafid, M., Prihatni, R. dan Safitri, I. M. (2020). The Effects of Managerial Ownership, Institutional Ownership, and Profitability on Capital Structure: Firm Size as the Moderating Variable. *International Journal of Financial Research*, 11(4), 493-501.
- Kieschnick, R. & Moussawi, R. (2018). Firm Age, Corporate Governance, and Capital Structure Choices. *Journal of Corporate Finance*, 48, 597-614.
- Laksana, I. F. & Widyawati, D. (2016). Pengaruh Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen, Tangibility, Size, dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. 5(4), 1-18.
- Margana, M. Y. R. & Wiagustini, N. L. P. (2019). The Effect of Institutional Ownership, Managerial Ownership, and Firm Age on Capital Structure of Consumer Goods Companies listed on Indonesia Stock Exchange. *American Journal Humanities and Social Sciences Research*, 3(11), 167-175.
- Mariani, D. (2021). Pengaruh Profitabilitas, Umur Perusahaan, Struktur Kepemilikan Institusional, dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Property dan Real Estate yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 10(1), 55-70.
- Miraza, C. N. & Muniruddin, S. (2017). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Variabilitas Pendapatan, Corporate Tax Rate, dan Non Debt Tax Shield terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2011-2015. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Akuntansi Unsyiah*, 2(3), 73-85.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187- 221.
- Nindiani, F. & Arilyn, E. J. (2020). Factor in Capital Structure and Its Influence on Total Debt Ratio of Automotive Industry. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi* 21, 1a (2), 203-210. <https://doi.org/10.34208/jba.v21i1a-2.757>.
- Nisfianti, R. & Handayani, N. (2017). Pengaruh Struktur Aktiva dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal: Ukuran Perusahaan sebagai Pemoderasi. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 6(2), 667-682.

- Puspita, R.P.I. & Suherman. (2018). The Impact of Dividend Policy, Managerial Ownership, Institutional Ownership to Capital Structure On Manufacturing Company in Indonesia Stock Exchange (Idx) Period 2012-2016. *Journal of Business and Behavioural Entrepreneurship*, 1(2), 28-39.
- Sha, Thio Lie. (2019). Faktor Yang Mempengaruhi Capital Structure Pada Sektor Industri Dasar dan Kimia. *Jurnal Ekonomi*, 24(1), 94-110.
- Suherman, Purnamasari, R. & Mardiyati, U. (2019). Pengaruh Struktur Aset, Likuiditas, dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal Dimoderasi oleh Ukura perusahaan. *Jurnal Ilmiah Manajemen*, 9(2), 369-381.
- Sugiyono. (2019). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta, cv.
- Thesarani, Nurul Juita. (2017). Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Komite Audit terhadap Struktur Modal. *Jurnal Nominal*, 6(2), 1-13.
- Umdiana, N. & Claudia, H. (2020). Analisis Struktur Modal Berdasarkan Trade Off Theory. *Jurnal Akuntansi: Kajian Ilmiah Akuntansi*, 7(1), 52-70.
- Utami, Elok Sri. (2019). Analysis Capital Structure on Indonesia Stock Exchange. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 100, 686-690.
- Wardana, I P. A. D. & Sudiartha, G. M. (2015). Pengaruh Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis dan Usia Perusahaan Terhadap Struktur Modal Pada Industri Pariwisata Di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2013. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 4(6), 1701-1721.
- Wiagustini, N. L. P., Ramantha, I. W., Sedana, I. B. P., & Rahyuda, H. (2017). Indonesia's Capital Structure: Pecking Order Theory or Trade-Off Theory. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 15(16), 119-131.
- Wirianata, H. & Wijoyo, A. (2020). Analisis Faktor-Faktor Struktur Modal dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ekonomi*, 25(3), 352-369.
- Yuricha, A., Gama, A.W.S., & Astiti, N.P.Y. (2020). Effect of Asset Structure, Profitability, and Size of Company on Capital Structure of Mining Sector Companies Listed on Indonesia Stock Exchange for Period 2014-2018. *Proceeding 1st International Conference of Innovation on Science and Technology*, 1(1), 334-346.
- Zulvia, Y. & Linda, M. R. (2019). The Determinants of Capital Structure in Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange with the Firms' Size as a Moderating Variable. *KnE Social Sciences*, 3(11), 715-735.