

**ANALISIS DETERMINAN STRUKTUR MODAL DENGAN  
INVESTMENT OPPORTUNITY SET SEBAGAI VARIABEL  
MODERASI**

Tesis S-2

Program Magister Manajemen



Disusun oleh  
Achmad Zakki Baridwan  
19911003

Dosen Pembimbing:  
Zaenal Arifin, Dr., M.Si.

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN  
FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA  
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
2021**

## PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

Saya yang bertanda tangan dibawah ini,

Nama : Achmad Zakki Baridwan

NIM : 19911003



Jurusan : Magister Manajemen

Dengan ini menyatakan dengan sebenar – benarnya bahwa tesis yang berjudul:

### **ANALISIS DETERMINAN STRUTKUR MODAL DENGAN INVESTMENT OPPORTUNITY SET (IOS) SEBAGAI VARIABEL MODERASI**

Adalah karya ilmiah saya sendiri dan dalam penulisan tesis ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Maka saya sanggup menerima hukuman/sanksi apapun sesuai peraturan yang berlaku

Yogyakarta, 6 Desember 2021

Achmad Zakki Baridwan

**HALAMAN PENGESAHAN**



Yogyakarta, \_\_\_\_\_

Telah diterima dan disetujui dengan

baik oleh :Dosen Pembimbing

Dr. Zaenal Arifin, M.Si.

## BERITA ACARA UJIAN TESIS

Pada hari Senin tanggal 29 November 2021 Program Studi Manajemen Program Magister, Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia telah mengadakan ujian tesis yang disusun oleh :

**ACHMAD ZAKKI BARIDWAN**

No. Mhs. : 19911003

Konsentrasi : Manajemen Keuangan

Dengan Judul:

**ANALISIS DETERMINAN STRUKTUR MODAL DENGAN INVESTMENT OPPORTUNITY SET (IOS) SEBAGAI VARIABEL MODERASI**

Berdasarkan penilaian yang diberikan oleh Tim Penguji, maka tesis tersebut dinyatakan **LULUS**

Penguji I



Dr. Zaenal Arifin, M.Si.

Penguji II



Dr. D. Agus Harjito, M.Si.

Mengetahui

Ketua Program Studi Magister Manajemen,



Dr. Dwi Saptono Agus Harjito, M.Si.

## HALAMAN PERSEMBAHAN

*Assalamu 'alaikum Warahmatullahi Wabarakaatuh*

Alhamdulillah, segala puji dan syukur peneliti hantarkan kepada Mu Ya Allah, yang telah memberikan Rahmat dan Karunia-Nya atas apa yang telah peneliti kerjakan selama ini. Dari lubuk hati yang paling dalam, peneliti menyampaikan terima kasih yang tiada terhingga dan penghargaan yang sebesar-besarnya kepada setiap orang yang telah memberikan pengalaman, inspirasi dan motivasi, serta pengetahuannya. Penghargaan yang tulus dan ucapan terima kasih dengan penuh keikhlasan juga peneliti ucapkan kepada:

1. Kedua orang tua dari peneliti, Bapak Ibnu Khajar dan Ibu Yayuk Jihadatun, Serta saudara peneliti Ahmad Hijri Alfian dan Ahmad Hajar Hanafi yang telah memberikan dukungan, motivasi, dan doa terbaiknya.
2. Teman - teman dekat peneliti, Waly Andini Marseno, Syahrial, Nur Adila Zalna dan Suhardiman yang telah memberikan dukungan, motivasi, dan doa terbaiknya.
3. Keluarga besar Program Studi Magister Manajemen Universitas Islam Indonesia yang telah mendukung atas kelanjutan penyelesaian tesis peneliti

Semoga penelitian tesis ini bisa berguna dengan baik sebagai referensi dan rujukan dalam pengambilan kebijakan perusahaan ataupun sebagai rujukan dalam penelitian kedepan.

*Wassalamu 'alaikum Warahmatullahi Wabarakatuh*

## KATA PENGANTAR

*Assalamu 'alaikum Warahmatullahi Wabarakaatuh*

Alhamdulillah, segala puji dan syukur peneliti hantarkan kepada Allah Subhanna Wata`ala yang telah memberikan Rahmat dan Karunia-Nya atas apa yang telah peneliti kerjakan selama ini. Tak lupa pula peneliti kirimkan shalawat dan salam kepada Nabi Muhammad Shalallahu alaihi asallam dan keluarganya serta orang-orang yang telah tercerahkan olehnya. Dengan bermodalkan istiqamah maka tesis berjudul **ANALISIS DETERMINAN STRUKTUR MODAL DENGAN INVESTMENT OPPORTUNITY SET SEBAGAI VARIABEL MODERASI** telah diselesaikan oleh peneliti.

Penelitian tesis ini dimaksudkan untuk melengkapi salah satu syarat akademis untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Pascasarjana Fakultas Bisnis Dan Ekonomika, Program Studi Magister Manajemen, Universitas Islam Indonesia. Dari lubuk hati yang paling dalam, peneliti menyampaikan terima kasih yang tiada terhingga dan penghargaan yang sebesar-besarnya kepada setiap orang yang telah memberikan pengalaman, inspirasi dan motivasi, serta pengetahuannya. Penghargaan yang tulus dan ucapan terima kasih dengan penuh keikhlasan juga peneliti ucapkan kepada:

1. Bapak Prof. Fathul Wahid, S.T., M.Sc., Ph.D. selaku Rektor Universitas Islam Indonesia.
2. Bapak Prof. Dr. Jaka Sriyana, S.E., M.Si. selaku Dekan Fakultas Bisnis Dan Ekonomika, Universitas Islam Indonesia
3. Bapak Arif Hartono, S.E., MHRM., Ph.D. selaku Ketua Jurusan Manajemen, Fakultas Bisnis Dan Ekonomika, Universitas Islam Indonesia.
4. Bapak Dr. Dwipraptono Agus Harjito, M.Si. selaku Ketua Program Studi Manajemen Program Magister, Jurusan Manajemen, Fakultas Bisnis Dan Ekonomika, Universitas Islam Indonesia.
5. Bapak Dr. Zaenal Arifin, M.Si. selaku Dosen Pembimbing Tesis yang telah bersedia untuk berbagai waktu dan memberikan Pengalaman dan

Pengetahuan untuk membimbing, memeriksa, dan memberi petunjuk-petunjuk serta saran dalam penyusunan tesis ini.

6. Dr. Dwiprptono Agus Harjito, M.Si. selaku Dosen Penguji Tesis yang telah bersedia memberikan waktunya untuk menguji membimbing, memeriksa, dan memberi petunjuk-petunjuk serta saran dalam penyusunan tesis ini.
7. Seluruh pihak tidak dapat peneliti sebutkan satu persatu yang telah memberikan waktu dan kontribusinya untuk saling berbagi ilmu pengetahuan dan pengalaman yang mendukung, memotivasi, menginspirasi serta mengingatkan untuk selalu istiqomah dalam menyusun dan penyelesaian penelitian tesis ini.

Penulis menyadari bahwa tesis ini masih jauh dari kesempurnaan. Oleh karena itu, penulis mengharapkan semoga kekurangan dalam tesis ini menjadi bahan pembelajaran untuk penelitian yang lebih baik di masa mendatang. Segala kritik dan saran akan menjadi bekal berharga bagi penulis. Semoga tesis ini dapat bermanfaat bagi penulis maupun bagi pembaca yang menjadikan tesis ini menjadi bahan acuan dalam penelitian berikutnya.

*Wassalamu'alaikum Warahmatullahi Wabarakatuh*

Yogyakarta, 07 Desember 2021



Achmad Zakki B

## ABSTRACT

The vital problem in a company is the quality of the Capital Structure. The Capital Structure can affect the financial situation of the company directly, and it will also affect the company value. The mistakes in defining Capital Structures impact greatly, especially if a company uses much leverage, which places the permanent weight much bigger. The purpose of this study is to analyze the determination of the Capital Structure with investment opportunity set (IOS) as a moderating variable. The case study in this research is companies listed in IDX LQ45 non-bank.

The result of the finding in this research is the stability of the sales doesn't affect the Capital Structure, asset structure has a negative effect on Capital Structure, Company Size doesn't have any effect on Capital Structure, Liquidity has a negative effect on Capital Structure, IOS can moderate the effect of Sales Stability on Capital Structure, IOS doesn't moderate the effect of asset structure and Capital Structure, IOS doesn't moderate the effect of Company Size on the Capital Structure, and IOS doesn't moderate the effect of Liquidity on Capital Structure.

**Keywords :** Capital Structure, Moderation, Investment Opportunity Set (IOS), Determinant



## ABSTRAK

Masalah yang penting dalam suatu perusahaan adalah kualitas struktur modal, secara langsung struktur modal dapat mempengaruhi keadaan finansial perusahaan yang juga akan berdampak kepada nilai perusahaan. Kekeliruan dalam mendefinisikan struktur modal berpengaruh besar, terutama jika perusahaan menggunakan banyak leverage, yang menempatkan beban tetap jauh lebih besar. Tujuan dari studi ini adalah untuk menganalisis determinasi struktur modal dengan variabel investment opportunity set (IOS) sebagai variabel moderasi. Studi kasus dalam penelitian ini merupakan perusahaan yang termasuk dalam IDX LQ45 non perbankan.

Hasil temuan dalam penelitian ini adalah stabilitas penjualan tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal, struktur aktiva memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal, Ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal, likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal, IOS mampu memoderasi pengaruh stabilitas penjualan dengan struktur modal, IOS tidak memoderasi pengaruh struktur aktiva dengan struktur modal, IOS tidak memoderasi pengaruh ukuran perusahaan dengan struktur modal, dan IOS tidak memoderasi pengaruh likuiditas dengan struktur modal.

**Kata Kunci** : Struktur Modal, Moderasi, Investment Opportunity Set (IOS), Determinan

## DAFTAR ISI

<b>PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME</b> .....	ii
<b>HALAMAN PENGESAHAN</b> .....	iii
<b>BERITA ACARA UJIAN TESIS</b> .....	iv
<b>HALAMAN PERSEMBAHAN</b> .....	v
<b>KATA PENGANTAR</b> .....	vi
<b>ABSTRACT</b> .....	viii
<b>ABSTRAK</b> .....	ix
<b>DAFTAR ISI</b> .....	x
<b>DAFTAR TABEL</b> .....	xiii
<b>DAFTAR GAMBAR</b> .....	xiv
<b>BAB 1 PENDAHULUAN</b> .....	1
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	4
1.3 Tujuan Penelitian .....	5
1.4 Manfaat Penelitian .....	5
<b>BAB II KAJIAN PUSTAKA</b> .....	7
2.1 Teori Struktur Modal .....	7
2.2 Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal .....	10
2.3 Investment Opportunity Set (IOS) .....	16
2.4 Investment Opportunity Set (IOS) dan Struktur Modal .....	16
2.5 Pengembangan Hipotesis .....	17
2.5.1 Pengaruh Stabilitas Penjualan Terhadap Struktur Modal .....	17
2.5.2 Pengaruh Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal .....	18
2.5.3 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal .....	19
2.5.4 Pengaruh Likuiditas Terhadap Struktur Modal .....	19
2.5.5 Investment Opportunity Set (IOS) Sebagai Variabel Moderasi Pengaruh Stabilitas Penjualan Dengan Struktur Modal .....	20
2.5.6 Investment Opportunity Set Sebagai Variabel Moderasi Pengaruh Struktur Aktiva Dengan Struktur Modal .....	21
2.5.7 Investment Opportunity Set (IOS) Sebagai Variabel Moderasi Pengaruh Ukuran Perusahaan Dengan Struktur Modal .....	21
2.5.8 Investment Opportunity Set (IOS) Sebagai Variabel Moderasi Pengaruh Likuiditas Dengan Struktur Modal .....	22
2.6 Kerangka Teori .....	22
<b>BAB III METODE PENELITIAN</b> .....	23
3.1 Populasi dan Sampel .....	23
3.2 Jenis dan Sumber Data .....	24
3.3 Identifikasi dan Definisi Operasional Variabel .....	24
3.3.1 Struktur Modal .....	24
3.3.2 Stabilitas Penjualan .....	25
3.3.3 Struktur Aktiva .....	25

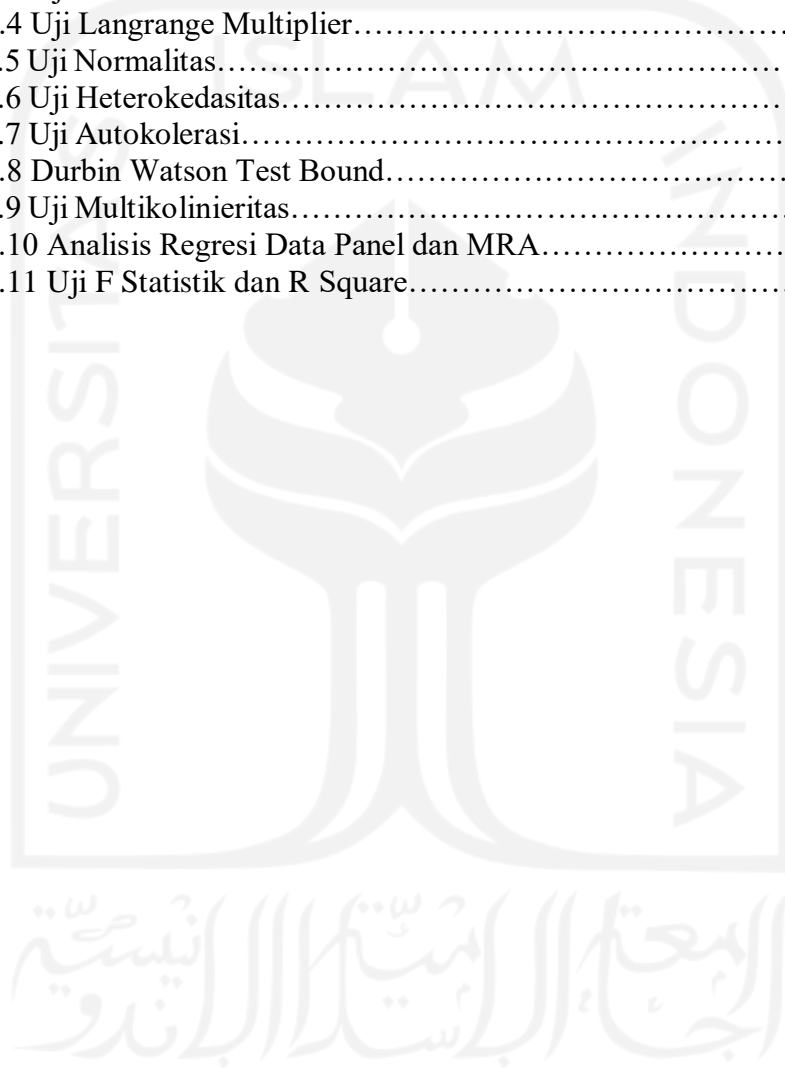
3.3.4	Ukuran Perusahaan .....	25
3.3.5	Likuiditas.....	25
3.3.6	Investment Opportunity Set (IOS).....	25
3.4	Metode Analisis Data.....	26
3.4.1	Statistik Deskriptif.....	26
3.4.2	Metode Analisis Data Panel.....	26
3.5	Uji Model Data Panel.....	28
3.5.1	Uji Chow.....	28
3.5.2	Uji Hausman.....	28
3.5.3	Uji Lagrange Multiplier (LM).....	28
3.6	Uji Asumsi Klasik.....	29
3.6.1	Uji Normalitas .....	29
3.6.2	Uji Multikolonieritas .....	30
3.6.3	Uji Heteroskedastisitas.....	30
3.6.4	Uji Autokorelasi .....	30
3.7	Pengujian Hipotesis .....	31
3.7.1	Uji Signifikansi Pengaruh Parsial (Uji T).....	31
3.7.2	Uji Signifikansi Simultan (Uji F) .....	32
3.7.3	Koefisien Determinasi ( $R^2$ ).....	32
<b>BAB IV</b>	<b>ANALISIS DAN PEMBAHASAN .....</b>	<b>33</b>
4.1	Analisis Statistik Deskriptif .....	33
4.2	Pemilihan Model Data Panel.....	34
4.2.1	Uji Chow .....	34
4.2.2	Uji Hausman.....	34
4.2.3	Uji Langrange.....	35
4.3	Uji Asumsi Klasik.....	36
4.3.1	Normalitas .....	36
4.3.2	Heteroskedastisitas .....	37
4.3.3	Autokorelasi .....	37
4.3.4	Multikolinieritas .....	38
4.4	Hasil Pengujian Hipotesis .....	39
4.4.1	Uji F Simultan dan Koefisien R-Square ( $R^2$ ).....	42
4.5	Pembahasan.....	43
4.5.1	Pengaruh Stabilitas Penjualan Terhadap Struktur Modal .....	43
4.5.2	Pengaruh Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal.....	44
4.5.3	Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal.....	45
4.5.4	Pengaruh Likuiditas Terhadap Struktur Modal.....	45
4.5.5	Moderasi IOS dalam Pengaruh Stabilitas Penjualan Terhadap Struktur Modal.....	46
4.5.6	Moderasi IOS dalam Pengaruh Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal.....	47
4.5.7	Moderasi IOS dalam Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal.....	47

4.5.8	Moderasi IOS dalam Pengaruh Likuiditas Terhadap Struktur Modal	48
<b>BAB V KESIMPULAN DAN SARAN</b>		49
5.1	Kesimpulan	49
5.2	Saran	50
<b>DAFTAR PUSTAKA</b>		52



## DAFTAR TABEL

Tabel 3.1 Sampel Penelitian.....	23
Tabel 3.2 Sampel Penelitian.....	23
Tabel 4.1 Statistik Deskriptif.....	33
Tabel 4.2 Uji Chow.....	34
Tabel 4.3 Uji Hausman.....	35
Tabel 4.4 Uji Langrange Multiplier.....	35
Tabel 4.5 Uji Normalitas.....	36
Tabel 4.6 Uji Heterokedasitas.....	37
Tabel 4.7 Uji Autokolerasi.....	38
Tabel 4.8 Durbin Watson Test Bound.....	38
Tabel 4.9 Uji Multikolinieritas.....	39
Tabel 4.10 Analisis Regresi Data Panel dan MRA.....	40
Tabel 4.11 Uji F Statistik dan R Square.....	43



## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Teori.....22



## **BAB 1**

### **PENDAHULUAN**

#### **1.1 Latar Belakang**

Pengaruh globalisasi dalam dunia industri saat ini telah menyebabkan persaingan antar perusahaan menjadi ketat dan kompetitif. Ditambah dengan adanya pandemi Covid-19 yang terjadi pada tahun 2019 hingga sekarang. Oleh karena itu, perusahaan dituntut untuk terus menjaga dan meningkatkan kinerjanya. Perusahaan juga diharuskan untuk mampu membuat perencanaan yang baik dan pengambilan keputusan yang tepat. Salah satu pengambilan keputusan yang tepat adalah menentukan komposisi struktur modal pilihan pendanaannya. Modal adalah salah satu faktor penting dalam membangun dan menjamin keberlangsungan perusahaan maka manajer keuangan harus cermat dan pandai dalam menetapkan struktur modalnya. Struktur modal dapat didefinisikan sebagai komposisi modal perusahaan yang dilihat dari utang dan dari modal pemilik (Rasyid, 2015). Proporsi yang tepat dari utang membantu perusahaan dalam mencapai tingkat optimal dari struktur modal (Brigham dan Houston, 2011).

Kebutuhan permodalan sangat penting untuk perkembangan dan keberlangsungan perusahaan, oleh karena itu manajer keuangan dituntut untuk menentukan struktur permodalan secara tepat dan cermat. Struktur modal yang optimal merupakan suatu keadaan dimana perusahaan dapat mengkombinasikan antara kewajiban dan ekuitas dengan ideal.

Menurut Brigham & Houston (2011), struktur modal berkaitan dengan struktur keuangan. Struktur keuangan merupakan cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitasnya. Struktur keuangan dapat dilihat pada sisi kanan neraca yang terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal pemegang saham. Jadi, struktur modal suatu perusahaan hanya merupakan sebagian dari struktur keuangannya.

Brigham & Houston (2011), menunjukkan faktor-faktor yang umumnya dipertimbangkan oleh perusahaan ketika mengambil keputusan tentang struktur modal adalah; stabilitas penjualan, struktur aktiva, leverage operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan lembaga penilai peringkat, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, fleksibilitas keuangan. Sedangkan menurut Kusuma (2012), menyatakan variabel-variabel yang mempengaruhi struktur modal adalah tingkat pertumbuhan penjualan (*sales growth*), debt ratio, profitability, besarnya suatu perusahaan (*firm size*), struktur aktiva (*asset structure*), *cost of financial distress*.

Struktur modal merupakan masalah penting bagi perusahaan, karena kualitas struktur modal akan secara langsung mempengaruhi status keuangan perusahaan yang pada akhirnya mempengaruhi nilai perusahaan. Kesalahan dalam menentukan struktur modal akan berdampak luas terutama apabila perusahaan terlalu besar dalam menggunakan hutang, sehingga beban tetap yang harus ditanggung perusahaan semakin besar pula. Hal ini juga berarti akan meningkatkan risiko finansial, yaitu risiko saat perusahaan tidak dapat membayar beban bunga atau angsuran-angsuran hutangnya. Struktur modal yang optimal dapat meminimumkan biaya modal rata-rata (*average cost of capital*) dan memaksimalkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, agar kondisi tersebut dapat tercapai, maka perlu dipertimbangkan variabel-variabel yang mempengaruhi struktur modal.

Penelitian mengenai struktur modal bertujuan untuk menentukan model atau teori struktur modal yang dapat menjelaskan perilaku keputusan pendanaan perusahaan. Meskipun secara teori, faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal sulit diukur, namun berbagai penelitian empiris yang bertujuan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan telah banyak dilakukan. Hasil penelitian Alyousfi (2020), di perusahaan Malaysia menemukan bahwa profitability, growth opportunity, tax-shield, liquidity and cash flow volatility berpengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio



hutang. Namun, efek anggunan, non debt tax shield, earnings volatility berpengaruh positif dan signifikan terhadap rasio hutang. Penelitian Rahmatillah (2016), menunjukkan faktor paling signifikan yang mempengaruhi struktur modal seperti ukuran perusahaan, tangibility, likuiditas, risiko, tingkat suku bunga, PDB dan kebijakan deviden. Temuan Karadeniz (2011), menunjukkan ukuran perusahaan merupakan faktor yang paling berpengaruh terhadap struktur modal penginapan di Turki.

Beberapa penelitian terdahulu memberikan indikasi bahwa faktor yang mempengaruhi struktur modal sangat luas. Oleh karena itu, peneliti terdahulu selalu memperbarui dan menghubungkan dengan variabel lain. Pernyataan tersebut memberikan motivasi bagi peneliti untuk melakukan penelitian kembali tentang determinasi struktur modal dengan menambahkan *Investment opportunity set* (IOS) sebagai variabel moderasi. *Investment opportunity set* (IOS) digunakan sebagai variabel moderasi dalam penelitian ini berdasarkan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal. Apabila suatu perusahaan memiliki kesempatan investasi yang tinggi dan kinerja keuangan positif maka perusahaan akan cenderung menggunakan dana internal berupa laba terlebih dahulu untuk membiayai kesempatan investasinya. Namun apabila dana internal perusahaan tidak mencukupi, maka perusahaan membutuhkan dana tambahan berupa hutang untuk membiayai kesempatan investasinya.

*Investment opportunity set* (IOS) merupakan suatu perpaduan antara aset-aset yang dimiliki perusahaan dengan pilihan-pilihan masa depan untuk investasi dengan memakai nilai saat ini atau NPV (*Net Present Value*) yang positif (Myers, 1984). Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa pada saat kondisi pasar sempurna, tidak ada hubungan antara keputusan investasi dan keputusan pendanaan, meskipun asumsi pasar sempurna dihilangkan. Ketika struktur modal telah menjadi relevan karena faktor pajak atau karena faktor lain, hubungan langsung antara investasi dan pendanaan tidak terjadi. Investasi diputuskan terlebih

dahulu kemudian diputuskan pendanaannya, maka keputusan investasi seharusnya bersifat independen atau bebas terhadap keputusan pendanaan.

Arifin (2005), menyatakan perusahaan akan tetap eksis dan mendominasi kehidupan ekonomi jika memiliki kombinasi *asset in place (tangible asset)* dan *investment opportunity (intangible asset)*. Instrumen tersebut akan memunculkan dan mengeksplorasi kesempatan investasi. Pemanfaatan dan eksekusi kesempatan investasi hanya dapat dilakukan jika perusahaan memiliki sumber daya keuangan.

Mengingat keputusan pendanaan atau struktur modal merupakan keputusan penting yang secara langsung akan menentukan kemampuan perusahaan untuk dapat bertahan hidup dan berkembang. Maka peneliti tertarik untuk melakukan kajian empiris terhadap determinasi struktur modal serta mencoba untuk memperbaiki dari penelitian-penelitian terdahulu dengan menggunakan *investment opportunity set* sebagai variabel moderasi. Sehingga penelitian ini dapat diteliti ulang dan dikembangkan untuk menguji kembali peran variabel fundamental internal struktur modal dengan kondisi, waktu, sektor dan tempat penelitian berbeda.

Studi kasus pada penelitian ini adalah perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ45 non perbankan (Tetap) Tahun 2016-2020. Dipilihnya perusahaan dalam indeks LQ45 non perbankan dikarenakan perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ45 merupakan perusahaan yang memiliki kondisi keuangan, prospek pertumbuhan, dan kapitalisasi pasar yang tinggi.

## **1.2 Rumusan Masalah**

1. Bagaimana pengaruh stabilitas penjualan terhadap struktur modal?
2. Bagaimana pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal?
3. Bagaimana pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal?
4. Bagaimana pengaruh likuiditas terhadap struktur modal?
5. Apakah IOS memoderasi pengaruh stabilitas penjualan terhadap struktur modal?
6. Apakah IOS memoderasi pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal?

7. Apakah IOS memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal?
8. Apakah IOS memoderasi pengaruh likuiditas terhadap struktur modal?

### **1.3 Tujuan Penelitian**

1. Menganalisis pengaruh stabilitas penjualan terhadap struktur modal.
2. Menganalisis pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal.
3. Menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal.
4. Menganalisis pengaruh likuiditas terhadap struktur modal.
5. Menganalisis efek moderasi dari IOS terhadap pengaruh stabilitas penjualan dengan struktur modal.
6. Menganalisis efek moderasi dari IOS terhadap pengaruh struktur aktiva dengan struktur modal.
7. Menganalisis efek moderasi dari IOS terhadap pengaruh ukuran perusahaan dengan struktur modal.
8. Menganalisis efek moderasi dari IOS terhadap pengaruh likuiditas dengan struktur modal.

### **1.4 Manfaat Penelitian**

Semua informasi yang akan diperoleh dari hasil penelitian diharapkan akan memberikan manfaat berupa:

#### **1. Manfaat teoritis**

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi sumbangan pemikiran bagi kegiatan perkuliahan, khususnya dalam bidang keuangan. Secara kuantitatif dapat menambah perbendaharaan perpustakaan yang nantinya akan bermanfaat bagi mahasiswa manajemen keuangan serta pihak-pihak yang ingin memperdalam manajemen keuangan.

#### **2. Manfaat Praktis**

- a. Peneliti diharapkan dapat memberikan informasi tentang stuktur modal perusahaan, sehingga manajer keungan dapat mengambil keputusan pendanaan yang baik.
- b. Peneliti juga diharapkan dapat memberikan infromasi tentang struktur guna untuk manajer keungan memperhatikan beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan.



## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA

#### 2.1 Teori Struktur Modal

Brigham dan Houston (2011) struktur modal merupakan kombinasi utang, saham preferen dan ekuitas biasa yang akan menjadi dasar penghimpunan modal oleh perusahaan. Pengukuran struktur modal dapat dilakukan melalui perhitungan tingkat *leverage* perusahaan, yang menggambarkan seberapa besar aset perusahaan didanai dengan hutang.

Setiap ada perubahan struktur modal perusahaan akan mempengaruhi biaya modal secara keseluruhan, hal ini disebabkan masing-masing jenis modal mempunyai biaya modal sendiri-sendiri. Selain itu teori struktur modal dianggap penting karena besarnya biaya modal keseluruhan nantinya akan digunakan sebagai *cost of rate* pada pengambilan keputusan investasi. Menurut Brigham dan Houston (2011), teori struktur modal terdiri atas :

##### 1. *The Modigliani-Miller Model*

Pada tahun 1958, Modigliani & Miller (MM) menjelaskan teori struktur modal dalam publikasinya yang berjudul "*the cost of capital, corporate finance dan the theory of finance*". Mereka menyimpulkan bahwa nilai suatu perusahaan semata-mata tergantung pada arus penghasilan di masa mendatang (*future earning stream*), dan oleh karena itu nilainya tidak tergantung pada struktur modal (perbandingan hutang dan modal sendiri) perusahaan. Pada penelitian mereka, MM menggunakan asumsi yang sangat ketat, termasuk asumsi pasar modal sempurna. Karena salah satu asumsi penting adalah tidak adanya pajak, model ini sering disebut MM tanpa pajak.

Asumsi-asumsi MM tanpa pajak:

- a. Risiko bisnis perusahaan diukur dengan EBIT (deviasi standar *earning before interest and tax*).

- b. Investasi memiliki pengharapan yang sama tentang EBIT perusahaan di masa mendatang.
- c. Saham dan obligasi diperjual belikan di suatu pasar modal yang sempurna.
- d. Hutang adalah tanpa risiko sehingga suku bunga pada hutang adalah suku bunga bebas risiko.
- e. Seluruh aliran kas adalah perpetuitas (sama jumlahnya setiap periode hingga waktu tak teringga). Dengan kata lain, pertumbuhan perusahaan adalah nol atau EBIT selalu sama.
- f. Tidak ada pajak perusahaan maupun pajak pribadi.

Di tahun 1963, Modigliani & Miller mempublikasikan artikel lanjutan dengan judul "*corporate income taxes and the cost of capital: a correction*" mereka menghilangkan asumsi tentang ketiadaan pajak. Dengan adanya pajak penghasilan perusahaan, hutang dapat menghemat pajak yang dibayar (karena hutang menimbulkan pembayaran bunga yang mengurangi jumlah penghasilan yang terkena pajak, sehingga nilai perusahaan bertambah. Hubungan jumlah hutang dengan nilai perusahaan adalah positif: semakin besar hutang, semakin tinggi nilai perusahaan. Model ini disebut model MM dengan pajak

## **2. Trade Off Theory**

Trade off theory merupakan model struktur modal yang mempunyai asumsi bahwa struktur modal perusahaan merupakan keseimbangan antara keuntungan penggunaan hutang dengan biaya financial distress (kesulitan keuangan) dan agency cost (biaya keagenan). Trade off theory merupakan model yang didasarkan pada trade off (pertukaran) antara keuntungan dan kerugian penggunaan hutang. Hutang menimbulkan beban bunga yang dapat menghemat pajak. Beban bunga dapat dikurangkan dari pendapatan sehingga laba sebelum pajak menjadi lebih kecil. Dengan

demikian pajak juga semakin kecil. Penggunaan hutang yang semakin besar akan mengarah pada kesulitan keuangan atau kebangkrutan. Masalah-masalah yang berhubungan dengan kebangkrutan kemungkinan besar akan timbul ketika sebuah perusahaan memasukkan lebih banyak hutang dalam struktur modalnya. Perusahaan yang bangkrut akan memiliki beban akuntansi dan hukum yang sangat tinggi dan juga mengalami kesulitan untuk mempertahankan para pelanggan, pemasok dan karyawannya. Karena itu, biaya kebangkrutan menahan perusahaan menggunakan hutang pada tingkat yang berlebihan.

*Trade of theory* memberikan argumentasi yang berbeda melalui adanya *information asymmetry*. *Information asymmetry* antara pihak internal dan pihak eksternal pada perusahaan yang besar cenderung lebih sedikit dibandingkan dengan perusahaan kecil. Dengan kata lain, informasi pada perusahaan besar bersifat lebih transparan atau lebih mudah diakses oleh pihak luar, sehingga perusahaan cenderung mendanai keuangannya dari sumber yang informasi internal, yaitu dengan ekuitas melalui pasar modal (Perdana, 2019).

Setiap perusahaan dapat menentukan target rasio hutang (leverage) yang optimal. Rasio hutang yang optimal ditentukan berdasarkan perimbangan antara manfaat dan biaya kebangkrutan karena perusahaan memiliki hutang. Secara prinsip, perusahaan membutuhkan pendanaan ekuitas baru apabila rasio hutang tersebut diatas target dan menambah hutang apa bila rasio hutang perusahaan dibawah target. Perusahaan tidak akan mencapai nilai optimal apabila semua pendanaan adalah hutang maupun tidak ada hutang sama sekali (Liana, 2010).

### 3. *Pecking Order Theory*

Teori ini dikenalkan pertama kali oleh Donaldson pada tahun (1961) sedangkan penamaan *packing order theory* dilakukan oleh Myers (1984). Teori ini menyatakan bahwa:

- a. Perusahaan menyukai internal financing (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan).
- b. Apabila pendanaan dari luar (external financing) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan.

Menurut Romadhani (2017), perusahaan lebih menyukai penggunaan pendanaan dari modal internal, yakni dana yang berasal dari aliran kas, laba ditahan dan depresiasi. Urutan penggunaan sumber pendanaan dengan mengacu pada *packing order theory* adalah *internal fund* (dana internal), *debt* (hutang), dan *equity* (modal sendiri).

Hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Kedua, manajer khawatir kalau penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal, dan membuat harga saham akan turun. Hal ini juga dapat disebabkan oleh kemungkinan adanya informasi asimetrik antara pihak manajemen dengan pihak pemodal.

#### 2.2 Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal

Menurut Brigham dan Houston (2011), faktor-faktor yang dapat mempengaruhi keputusan struktur modal terdiri dari :



## **1. Stabilitas Penjualan**

Perusahaan yang penjualannya relatif stabil dapat lebih aman menggunakan lebih banyak hutang dan menanggung beban tetap lebih tinggi dari pada perusahaan dengan penjualan tidak stabil. Bila stabilitas penjualan dan laba lebih besar, maka beban hutang tetap yang terjadi pada suatu perusahaan akan mempunyai resiko yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang penjualan dan labanya menurun tajam, bila laba kecil, maka perusahaan akan menemui kesulitan untuk membayar bunga tetap dari obligasi (Copeland & Weston 2008). Maka dapat disimpulkan dengan penjualan yang stabil maka dapat memberikan laba yang lebih besar, dengan begitu perusahaan akan lebih aman dan mempunyai resiko yang lebih kecil dalam menggunakan banyak hutang dan menanggung beban tetap.

## **2. Struktur Aktiva**

Struktur aktiva mempengaruhi sumber-sumber pembiayaan dalam beberapa cara. Perusahaan yang mempunyai aktiva tetap jangka panjang terutama jika permintaan akan produk mereka cukup meyakinkan dan banyak menggunakan hutang hipotik jangka panjang (Copeland & Weston 2008). Perusahaan yang memiliki asset tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar. Hal ini disebabkan karena dari skalanya perusahaan besar akan lebih mudah mendapatkan akses kesumber dana eksternal dari pada perusahaan kecil. Kemudian, besarnya asset tetap dapat dijadikan sebagai jaminan atau kolateral utang perusahaan (Sartono 2010). Maka kesimpulannya perusahaan dengan skala yang besar memiliki permintaan produk yang banyak sehingga akan mempunyai aktiva jangka panjang dalam jumlah besar. Dengan asumsi tersebut maka perusahaan dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar atau hutang hipotik jangka panjang dengan jaminan aktiva tersebut.

### **3. Leverage Operasi**

Leverage operasi yaitu sampai sejauh mana biaya tetap digunakan dalam operasi suatu perusahaan. Tingkat biaya modal sangat berkaitan dengan struktur modal perusahaan. Perusahaan lebih memilih struktur modal yang memiliki tingkat biaya modal yang rendah. Tingkat operating leverage yang tinggi memungkinkan perolehan keuntungan dari peningkatan volume penjualan, misalkan suatu perusahaan dapat meningkatkan volume penjualannya dengan cara menurunkan harga. Dengan penurunan harga tersebut, perusahaan dapat meningkatkan labanya.

### **4. Ukuran Perusahaan**

Menurut Brigham dan Houston (2011), Ukuran perusahaan adalah suatu ukuran yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan, antara lain rata-rata total penjualan bersih untuk tahun yang bersangkutan sampai beberapa tahun. Dalam hal ini penjualan lebih besar dari pada biaya variabel dan biaya tetap, maka akan diperoleh jumlah pendapatan sebelum pajak. Sebaliknya jika penjualan lebih kecil dari pada biaya variabel dan biaya tetap maka perusahaan akan menderita kerugian. Pada umumnya perusahaan besar memiliki total aktiva yang besar pula sehingga dapat menarik investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut dan akhirnya saham tersebut mampu bertahan pada harga yang tinggi.

Sedangkan menurut Armelia (2016), Besar kecilnya ukuran suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap struktur modal, semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan perusahaan untuk melakukan investasi. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka kecenderungan menggunakan modal asing atau eksternal juga semakin besar. Hal ini disebabkan karena perusahaan besar membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang operasionalnya, dan salah satu

alternatif pemenuhannya adalah dengan modal asing apabila modal sendiri tidak mencukupi.

Menurut Titman dan Wessels (1988), ukuran perusahaan adalah ukuran besar kecilnya perusahaan yang diukur melalui logaritma *natural* dari total aset ( $\ln$  total aset). Total aset dijadikan sebagai indikator ukuran perusahaan karena sifatnya jangka panjang dibandingkan dengan penjualan.

## **5. Pertumbuhan Aset**

Pertumbuhan aset adalah perubahan total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan bergantung dari dana yang berasal dari luar perusahaan dikarenakan dana dari dalam perusahaan tidak mencukupi untuk mendukung tingkat pertumbuhan yang tinggi. Dengan demikian perusahaan dengan tingkat pertumbuhan aset yang tinggi akan lebih banyak menggunakan hutang sebagai sumber modalnya daripada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah.

## **6. Profitabilitas**

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungan dengan penjualan total aset maupun modal sendiri. Profitabilitas juga merupakan faktor yang perlu dipertimbangkan dalam menentukan struktur modal perusahaan. Hal ini dikarenakan bagi perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan menggunakan hutang dalam jumlah kecil karena jumlah laba ditahan yang dimiliki perusahaan tinggi dan dapat digunakan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal.

## **7. Pajak**

Pajak memiliki manfaat utama yaitu dalam pembiayaan utang. Perusahaan yang memiliki tingkat pajak yang rendah cenderung dalam penggunaan struktur modalnya juga rendah dan sebaliknya bila pajak perusahaan tinggi maka penggunaan utang akan tinggi untuk pembayaran pajak tersebut, karena dalam hal ini adanya utang akan memberikan manfaat dari pajak yang dimana semakin tinggi tarif pajak perusahaan maka semakin besar keuntungan dari penggunaan utang.

## **8. Kendali**

Pengaruh utang dibanding saham pada posisi kendali suatu perusahaan dapat memengaruhi struktur modal. Pertimbangan kendali dapat mengarah pada penggunaan baik itu utang maupun ekuitas karena jenis modal yang memberikan perlindungan terbaik kepada manajemen akan bervariasi dari satu situasi ke situasi yang lain.

## **9. Sikap Manajemen**

Beberapa manajemen cenderung lebih konservatif dibandingkan yang lain, dan menggunakan utang dalam jumlah yang lebih kecil dibandingkan dengan rata-rata perusahaan didalam industrinya, sementara manajemen yang agresif menggunakan lebih banyak utang dalam usaha mereka untuk mendapatkan laba yang lebih tinggi.

## **10. Kondisi Internal Perusahaan**

Kondisi internal perusahaan sendiri juga dapat berpengaruh pada sasaran struktur modalnya. Kondisi internal perusahaan sendiri merupakan kekuatan dalam suatu perusahaan, biasanya terkait dengan unsur-unsur dalam perusahaan. Kondisi internal terdiri dari berbagai elemen yang ada di dalam perusahaan yang dapat memengaruhi keberhasilan, pendekatan operasi, dan keputusan perusahaan termasuk keputusan pendanaan. Dengan demikian, Perusahaan dapat menjual penerbitan saham

biasa, menggunakan hasilnya untuk melunasi utang, dan kembali pada sasaran struktur modalnya.

### **11. Fleksibilitas keuangan**

fleksibilitas keuangan adalah tingkat kapasitas dan kecepatan perusahaan untuk dapat memobilisasi sumber daya keuangannya atau mengambil tindakan secara preventif, reaktif, dan eksploitatif agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Faktor yang sering dikatakan berpengaruh terhadap fleksibilitas keuangan ialah kapasitas berhutang, sehingga salah satu cara suatu perusahaan untuk dapat menjaga fleksibilitas keuangannya ialah dengan mengatur proporsi antara utang dan modal sendiri.

### **12. Likuiditas**

Likuiditas adalah seberapa besar kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya pada saat jatuh tempo. Likuiditas suatu perusahaan dapat diketahui dari neraca atau laporan keuangan yaitu dengan membandingkan jumlah aset lancar (current assets) dengan utang lancar (current liabilities).

Aset likuid (liquid assets) adalah suatu aset yang dapat dikonversi menjadi kas dengan cepat tanpa harus mengurangi harga aset tersebut terlalu banyak. Brigham dan Houston (2011) menjelaskan tentang rasio likuiditas. Rasio likuiditas (liquidity ratio) adalah rasio yang menunjukkan hubungan antara kas dan aset lancar perusahaan lainnya dengan kewajiban lancarnya. Ada dua rasio likuiditas yang umum digunakan yaitu Rasio Lancar (Current Ratio) & Rasio Cepat (Quick Ratio).

Kewajiban jangka pendek perusahaan seringkali dipenuhi dengan menggunakan aset lancar seperti kas, piutang, surat berharga, ataupun persediaan. Perusahaan yang memiliki aset lancar/ aset likuid yang besar akan lebih mudah untuk melakukan pendanaan terhadap kegiatan operasionalnya jika pendanaan tambahan

diperlukan. Disisi lain likuiditas perusahaan yang semakin besar juga akan berdampak terhadap struktur modal yang menurun.

### **2.3 Investment Opportunity Set (IOS)**

Menurut Myers (1997) Investment Opportunity Set (IOS) merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan pilihan investasi yang akan datang dengan Net Present Value (NPV) positif yang akan mempengaruhi nilai perusahaan. Menurut Gaver dan Gaver (1995), IOS merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, yang pada saat ini masih merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar. Secara umum dapat dikatakan IOS menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan, namun sangat tergantung pada *expenditure* perusahaan untuk kepentingan dimasa yang akan datang.

Menurut Gaver dan Gaver (1995) IOS bersifat tidak dapat diobservasi. Karena sifat IOS yang merupakan variabel tersembunyi (*latent*) hal ini mengindikasikan bahwa IOS tidak dapat diobservasi, untuk dapat mengetahui ukuran suatu IOS maka diperlukan proksi IOS yang dapat dihubungkan dengan variable lain dalam perusahaan. Proksi IOS bervariasi bentuknya dan diklasifikasi menjadi 3 jenis utama yaitu: Proksi IOS berdasarkan harga (*price-based proxies*); Proksi IOS berdasarkan investasi (*investment-based proxies*); Proksi IOS berdasarkan varian (*Variance measures*).

### **2.4 Investment Opportunity Set (IOS) dan Struktur Modal**

*Investment Opportunity Set* (IOS) merupakan salah satu faktor lain yang mempengaruhi struktur modal. Ini dapat dilihat bahwa perusahaan besar akan lebih banyak menyimpan dananya dalam bentuk laba ditahan dibandingkan membayar dividen kepada pemegang saham karena adanya peluang investasi dimasa yang akan datang.

Penelitian yang dilakukan oleh Gaver & Gaver (1995), mengindikasikan adanya hubungan antara kesempatan investasi dengan kebijakan pendanaan dan dividen. Berbagai penelitian tentang kesempatan investasi telah berhasil membuktikan bahwa kesempatan investasi merupakan proksi realisasi pertumbuhan perusahaan dan berhubungan dengan berbagai variabel kebijakan perusahaan, yaitu antara lain kebijakan pendanaan atau struktur utang, kebijakan dividen, kebijakan *leasing*, dan kebijakan kompensasi.

Menurut penelitian Sebayang (2013), menunjukkan bahwa teori kesempatan investasi memiliki *explanatory power* yang lebih tinggi dalam hal kebijakan pendanaan dan kompensasi daripada aspek dividen. Penelitian yang dilakukan Sebayang (2013), tentang pengaruh pertumbuhan perusahaan yang diproksi dengan *investment opportunity set* (IOS) dengan utang yang menunjukkan hasil yang signifikan. Sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Al Najjar dan Belkaoui (2001), Hariyanto (2015) menunjukkan pengaruh yang signifikan negatif antara IOS dengan struktur modal. Sedangkan penelitian yang dilakukan Pandey (2004), juga menunjukkan bahwa IOS berpengaruh negatif terhadap kebijakan struktur modal perusahaan

## **2.5 Pengembangan Hipotesis**

### **2.5.1 Pengaruh Stabilitas Penjualan Terhadap Struktur Modal**

Stabilitas penjualan merupakan perubahan tingkat total penjualan tiap satu periode siklus akuntansi. Stabilitas penjualan juga merupakan indikator permintaan dan daya saing perusahaan dalam suatu industri. Struktur modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Struktur modal juga dapat diartikan sebagai perimbangan atau perbandingan antara jumlah utang jangka panjang dengan modal sendiri.

Semakin tinggi tingkat penjualan maka semakin besar pula modal yang dibutuhkan oleh perusahaan. Modal eksternal akan dibutuhkan untuk menunjang kegiatan operasional untuk

memenuhi target penjualan yang terus meningkat. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai masa depan yang baik sehingga dapat memperoleh pinjaman yang lebih banyak dibandingkan perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan penjualan. Maka perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang stabil dapat lebih aman mengambil dana pinjaman dibanding dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.

Penelitian yang dilakukan oleh Abidah (2013), Manopo (2013), dan Chintya (2015), menunjukkan hasil bahwa stabilitas penjualan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Sehingga dapat dikatakan bahwa stabilitas penjualan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

### **H1 : Stabilitas Penjualan Berpengaruh Positif Terhadap Struktur Modal**

#### **2.5.2 Pengaruh Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal**

Struktur aktiva adalah penentuan berapa besar alokasi untuk masing–masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun dalam aktiva tetap (Adam, 2018). Perusahaan dengan nilai aktiva yang besar lebih mudah dipercaya mendapatkan pinjaman dari pihak luar karena lebih mudah akses ke sumber dana dibandingkan perusahaan yang masih berskala kecil. Maka dapat dikatakan bahwa perusahaan dengan skala yang besar memiliki permintaan produk yang banyak sehingga akan mempunyai aktiva jangka panjang dalam jumlah besar. Dengan asumsi tersebut maka perusahaan dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar atau hutang hipotik jangka panjang dengan jaminan aktiva tersebut.

Penelitian yang dilakukan oleh Putri (2012), Kennedy (2016), dan Tijow (2018), menunjukkan hasil bahwa struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal. Sehingga dapat dikatakan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal.

### **H2 : Struktur Aktiva Berpengaruh Positif Terhadap Struktur Modal**



### **2.5.3 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal**

Ukuran perusahaan dapat dilihat dari total aset perusahaan. Ukuran perusahaan merupakan salah satu hal yang diperhatikan oleh investor. Perusahaan yang besar biasanya lebih memiliki manajemen yang baik dalam hal pengelolaan dana. Perusahaan yang besar biasanya telah memiliki rencana jangka panjang tentang keuangan perusahaan dan bagaimana menjalankan rencananya tersebut. Semakin besar suatu perusahaan, investor biasanya akan lebih mempercayai perusahaan tersebut. Perusahaan tersebut dianggap mampu mengatur dan mengontrol dengan struktur modal perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan yang diukur dengan total aktiva maka akan semakin mudah mendapatkan dana untuk mengembangkan usaha perusahaan dengan jumlah yang besar dalam bentuk hutang, dengan kata lain besar kecilnya suatu perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Karadeniz (2011), menunjukkan ukuran perusahaan merupakan faktor yang paling berpengaruh terhadap struktur modal penginapan di Turki. Penelitian lain yang dilakukan oleh Tuti (2016), Wulandari (2019), dan Seftiane (2011), juga menunjukkan hasil bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

### **H3 : Ukuran Perusahaan Berpengaruh Positif Terhadap Struktur Modal**

### **2.5.4 Pengaruh Likuiditas Terhadap Struktur Modal**

Likuiditas adalah kemampuan suatu perusahaan memenuhi kewajiban-kewajiban keuangannya dalam jangka pendek atau yang harus segera dibayar (Awat, 1999). Menurut Weston dan Copeland (1997), current ratio (rasio lancar) merupakan rasio antara aktiva lancar terhadap kewajiban lancar. Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendeknya menggunakan aktiva lancarnya.

*Pecking Order Theory* menyatakan bahwa perusahaan akan lebih memilih menggunakan pendanaan dari internal. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi

mempunyai dana internal yang besar, sehingga perusahaan tersebut akan lebih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu untuk membiayai investasinya sebelum menggunakan pembiayaan eksternal melalui utang.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Alyoufsi (2020), menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Penelitian yang dilakukan oleh Amalia (2016), dan Primantara (2016) juga menunjukkan hasil yang sama. Dengan demikian, variabel likuiditas berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal.

#### **H4 : Likuiditas Berpengaruh Negatif Terhadap Struktur Modal**

#### **2.5.5 Investment Opportunity Set (IOS) Sebagai Variabel Moderasi Pengaruh Stabilitas Penjualan Dengan Struktur Modal**

Stabilitas penjualan merupakan perubahan tingkat total penjualan tiap satu periode siklus akuntansi. Stabilitas penjualan juga merupakan indikator permintaan dan daya saing perusahaan dalam suatu industri. Semakin tinggi tingkat penjualan maka semakin besar pula modal yang dibutuhkan oleh perusahaan. Modal eksternal akan dibutuhkan untuk menunjang kegiatan operasional untuk memenuhi target penjualan yang terus meningkat. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai masa depan yang baik sehingga dapat memperoleh pinjaman yang lebih banyak dibandingkan perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan penjualan. Maka perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang stabil dapat lebih aman mengambil dana pinjaman dibanding dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.

Peluang investasi merupakan kesempatan bagi perusahaan untuk menambah keuntungan atau return di masa yang akan datang. Hal tersebut tentu saja membutuhkan dana tambahan untuk mendanai sejumlah pilihan investasi yang akan dilakukan perusahaan. Oleh karena itu, dengan stabilitas penjualan yang stabil maka perusahaan lebih mudah untuk

mendapatkan dana pinjaman. Sehingga peluang investasi akan memoderasi pengaruh stabilitas penjualan dengan struktur modal.

#### **H5 : IOS Memoderasi Pengaruh Stabilitas Penjualan Dengan Struktur Modal**

#### **2.5.6 Investment Opportunity Set Sebagai Variabel Moderasi Pengaruh Struktur Aktiva Dengan Struktur Modal**

Perusahaan dengan nilai aktiva yang besar lebih mudah dipercaya mendapatkan pinjaman dari pihak luar karena lebih mudah akses ke sumber dana dibandingkan perusahaan yang masih berskala kecil. Dengan asumsi tersebut maka perusahaan dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar atau hutang hipotik jangka panjang dengan jaminan aktiva tersebut.

Peluang investasi merupakan kesempatan bagi perusahaan untuk menambah keuntungan atau return di masa yang akan datang. Hal tersebut tentu saja membutuhkan dana tambahan untuk mendanai sejumlah pilihan investasi yang akan dilakukan perusahaan. Oleh karena itu, dengan nilai aktiva yang besar maka perusahaan lebih mudah untuk mendapatkan dana pinjaman. Sehingga peluang investasi akan memoderasi pengaruh struktur aktiva dengan struktur modal.

#### **H6 : IOS Memoderasi Pengaruh Struktur Aktiva Dengan Struktur Modal**

#### **2.5.7 Investment Opportunity Set (IOS) Sebagai Variabel Moderasi Pengaruh Ukuran Perusahaan Dengan Struktur Modal**

Ukuran perusahaan adalah suatu ukuran yang menunjukkan besar kecilnya suatu perusahaan, antara lain total penjualan, rata-rata tingkat penjualan, dan total aktiva. Pada umumnya perusahaan besar memiliki total aktiva yang besar pula sehingga dapat menarik investor untuk menanamkan modalnya, maka dengan kata lain perusahaan besar lebih mudah mendapatkan dana eksternal daripada perusahaan kecil.

Peluang investasi merupakan kesempatan bagi perusahaan untuk menambah keuntungan atau return di masa yang akan datang. Hal tersebut tentu saja membutuhkan dana

tambahan untuk mendanai sejumlah pilihan investasi yang akan dilakukan perusahaan. Dengan demikian, peluang investasi akan memoderasi pengaruh ukuran perusahaan dengan struktur modal.

**H7 : IOS Memoderasi Pengaruh Ukuran Perusahaan Dengan Struktur Modal**

**2.5.8 Investment Opportunity Set (IOS) Sebagai Variabel Moderasi Pengaruh Likuiditas Dengan Struktur Modal**

Perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi mempunyai dana internal yang besar, sehingga perusahaan tersebut akan lebih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu untuk membiayai investasinya sebelum menggunakan pembiayaan eksternal melalui utang. Semakin tinggi likuiditas perusahaan akan mengurangi kebutuhan akan dana dari luar atau utang.

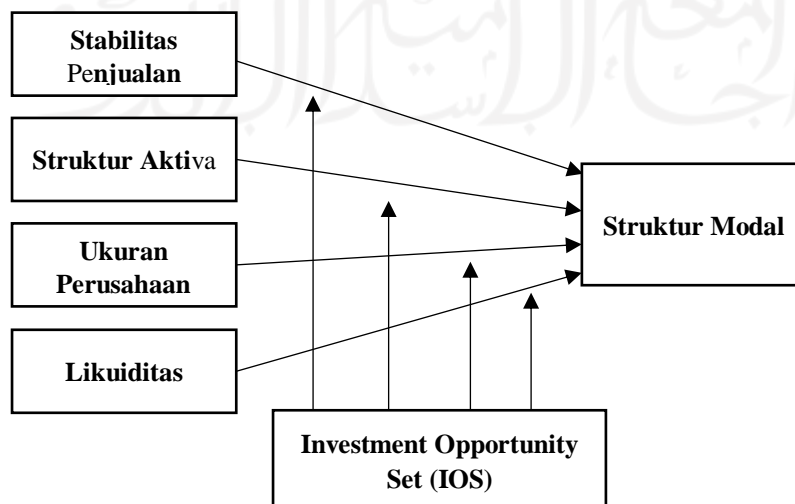
Peluang investasi merupakan kesempatan bagi perusahaan untuk menambah keuntungan atau return di masa yang akan datang. Dengan demikian, peluang investasi akan memoderasi pengaruh ukuran perusahaan dengan struktur modal.

**H8 : IOS Memoderasi Pengaruh Likuiditas Dengan Struktur Modal**

**2.6 Kerangka Teori**

Berdasarkan pengembangan hipotesis diatas maka dapat dibentuk kerangka teori sebagai berikut:

**Kerangka Teori  
Gambar 2.1**



## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### 3.1 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam indeks LQ-45 di BEI tahun 2016-2020.

Metode pengambilan sampling yang digunakan pada penelitian ini adalah metode purposive sampling, Adapun kriteria sampel yang akan digunakan adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan-perusahaan yang masuk dalam perhitungan LQ-45 (Tetap) pada tahun 2016-2020
2. Perusahaan yang masuk kedalam sample hanya perusahaan non keuangan, perusahaan keuangan (perbankan) tidak masuk ke dalam sampel.

Berdasarkan kriteria-kriteria yang telah ditetapkan sebelumnya, pengambilan sampel penelitian dapat digambarkan pada tabel di bawah ini:

**Tabel 3.1**  
**Sampel Penelitian**

<b>Kriteria Sampel</b>	<b>Jumlah Perusahaan</b>
IDX LQ-45 Tahun 2016-2020 (Tetap)	32
Perusahaan Keuangan	(5)
Total Sampel	27

Sumber : Data Sekunder diolah, 2021

Berdasarkan kriteria di atas, maka perusahaan yang akan digunakan untuk sampel penelitian berjumlah 27 perusahaan.

**Tabel 3.2**  
**Sampel Penelitian**

ADRO	Adaro Energy Tbk.	tetap
AKRA	AKR Corporindo Tbk.	tetap
ANTM	Aneka Tambang (Persero) Tbk	tetap
ASII	Astra International Tbk.	tetap
BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk.	tetap
GGRM	Gudang Garam Tbk.	tetap
HMSP	H.M. Sampoerna Tbk.	tetap
ICBP	Indofood CBP Sukses Makmur Tbk	tetap

INCO	Vale Indonesia Tbk	tetap
INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk.	tetap
INTP	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk.	tetap
JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk.	tetap
KLBF	Kalbe Farma Tbk.	tetap
LPPF	Matahari Department Store Tbk.	tetap
MNCN	Media Nusantara Citra Tbk.	tetap
PGAS	Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk.	tetap
PTBA	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk	tetap
PTPP	PP (Persero) Tbk.	tetap
PWON	Pakuwon Jati Tbk.	tetap
SCMA	Surya Citra Media Tbk.	tetap
SMGR	Semen Indonesia (Persero) Tbk.	tetap
SRIL	Sri Rejeki Isman Tbk.	tetap
TLKM	Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk.	tetap
UNTR	United Tractors Tbk.	tetap
UNVR	Unilever Indonesia Tbk.	tetap
WIKA	Wijaya Karya (Persero) Tbk.	tetap
WSKT	Waskita Karya (Persero) Tbk.	tetap

Sumber : Data Sekunder diolah, 2021

### 3.2 Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder merupakan sumber data yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara. Data sekunder ini diperoleh diantaranya dari Bursa Efek Indonesia (BEI) berupa laporan keuangan perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam perhitungan IDX LQ-45 non perbankan tahun 2016-2020 (Tetap).

### 3.3 Identifikasi dan Definisi Operasional Variabel

#### 3.3.1 Struktur Modal

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal yang diprosikan dengan

Debt to Equity Ratio (DER), Berikut rumus untuk mengukur variabel struktur modal:

Debt to Equity Ratio (DER)

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

### 3.3.2 Stabilitas Penjualan

Stabilitas penjualan diukur dengan menggunakan persentase kenaikan dari penjualan, berikut rumus untuk mengukur variabel stabilitas penjualan:

$$\text{Kenaikan Persentase (\%)} = \frac{\text{Penjualan Tahun ini} - \text{Tahun lalu}}{\text{Tahun ini}} \times 100$$

### 3.3.3 Struktur Aktiva

Struktur aktiva merupakan proporsi aktiva tetap yang dimiliki oleh perusahaan, berikut rumus untuk mengukur variabel struktur aktiva:

$$SA = \frac{\text{Aktiva Tetap}}{\text{Total Aset}}$$

### 3.3.4 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan diproksikan dengan total aset yang di log natural, berikut rumus untuk mengukur variabel ukuran perusahaan:

$$LTA = (\ln) \text{ Total Aset}$$

### 3.3.5 Likuiditas

Current ratio adalah salah satu ukuran likuiditas untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban jangka pendeknya dengan aktiva lancar yang dimilikinya, berikut rumus untuk mengukur variabel likuiditas:

$$CR = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Hutang Lancar}}$$

### 3.3.6 Investment Opportunity Set (IOS)

Investment opportunity set (IOS) yang diproksikan dengan *Market value to book of equity* (MV/BE), berikut rumus untuk mengukur variabel Investment Opportunity Set (IOS):

$$MV/BE = \frac{\text{Jumlah Lembar Saham beredar} \times \text{Closing Price}}{\text{Total Ekuitas}}$$

### 3.4 Metode Analisis Data

#### 3.4.1 Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk mendeskripsikan atau memberikan gambaran terhadap obyek yang diteliti melalui data sampel sebagaimana adanya tanpa melakukan analisis dan membuat kesimpulan yang berlaku secara umum (Sugiyono, 2017). Data yang dilihat adalah dari rata-rata (mean), standar deviasi, nilai maksimum, nilai minimum, dan jumlah data penelitian.

#### 3.4.2 Metode Analisis Data Panel

Sebelum uji asumsi klasik, perlu dilakukan pemilihan metode analisis data untuk mendapatkan metode yang tepat. Secara umum ada 3 metode data panel yang sering digunakan yaitu:

##### 1. *Pooled Least Square (Common Effect)*

Model *common effect* dikatakan sebagai model yang paling sederhana, dimana pendekatannya mengabaikan dimensi waktu dan ruang yang dimiliki oleh data panel. *common effect* dilakukan dengan mengkombinasikan data time series dan cross-section. Penggabungan kedua jenis data tersebut dapat digunakan metode OLS biasa sehingga sering disebut dengan *Pooled Least Square* atau *common effect* OLS model untuk mengestimasi model data panel.

Model *common Effect* adalah model yang paling sederhana, karena metode yang digunakan dalam metode *common Effect* hanya dengan mengkombinasikan data time series dan cross section. Dengan hanya menggabungkan kedua jenis data tersebut, maka dapat digunakan metode Ordinal Least Square (OLS) atau teknik kuadrat terkecil untuk mengestimasi model data panel.



## 2. Model Efek Tetap atau Fixed Effect Model (FEM)

Model ini digunakan untuk mengatasi kelemahan dari analisis data panel yang menggunakan metode *common effect*, penggunaan data panel *common effect* tidak realistis karena akan menghasilkan intercept ataupun slope pada data panel yang tidak berubah baik antar individu (cross section) maupun antar waktu (time series). Model ini juga untuk mengestimasi data panel dengan menambahkan variabel dummy. Teknik ini dinamakan Least Square Dummy Variabel (LSDV). Selain diterapkan untuk efek tiap individu, LSDV ini juga dapat mengkombinasikan efek waktu yang bersifat sistematik. Hal ini dapat dilakukan melalui penambahan variabel dummy waktu di dalam model.

Model ini digunakan untuk mengatasi kelemahan dari analisis data panel yang menggunakan metode *common effect*, penggunaan data panel *common effect* tidak realistis karena akan menghasilkan intercept ataupun slope pada data panel yang tidak berubah baik antar individu (cross section) maupun antar waktu (time series).

## 3. Random Effect Model (REM)

Metode *random effect* adalah metode yang menggunakan residual yang diduga memiliki hubungan antar waktu dan antar individu/perusahaan. Dalam metode ini mengasumsikan bahwa setiap variabel mempunyai perbedaan intersep tetapi intersep tersebut bersifat random/stokastik.

Dalam metode ini perbedaan karakteristik individu dan waktu diakomodasikan dengan error dari model. Mengingat terdapat dua komponen yang mempunyai kontribusi pada pembentukan error yaitu (individu dan waktu), maka pada metode ini perlu diuraikan menjadi error dari komponen individu, error untuk komponen waktu dan error gabungan.

### 3.5 Uji Model Data Panel

Untuk menguji kesesuaian atau kebaikan dari tiga metode pada teknik estimasi dengan model data panel, maka digunakan Uji Lagrange Multiplier, Uji Chow dan Uji Hausman: (Ghozali, 2017).

#### 3.5.1 Uji Chow

Uji chow adalah untuk menentukan uji mana di antara kedua metode yakni metode *common effect* dan *metode fixed effect* yang sebaiknya digunakan dalam pemodelan data panel. Hipotesis dalam uji chow ini sebagai berikut : (Ghozali, 2017).

H<sub>0</sub> : Model *Common Effect*

H<sub>1</sub> : Model *Fixed Effect*

Apabila hasil uji ini menunjukkan probabilitas F lebih dari taraf signifikansi 0,05 maka model yang dipilih adalah *common effect*. Sebaliknya, apabila probabilitas F kurang dari taraf signifikansi 0,05 maka model yang sebaiknya dipakai adalah *fixed effect*.

#### 3.5.2 Uji Hausman

Uji Hausman yaitu untuk menentukan uji mana diantara kedua model *random effect* dan model *fixed effect* yang sebaiknya dilakukan dalam pemodelan data panel. Hipotesis dalam uji hausman sebagai berikut :

H<sub>0</sub> : Metode *Random Effect*

H<sub>1</sub> : Metode *Fixed Effect*

Jika probabilitas Chi-Square lebih kecil dari taraf signifikansi 0,05 maka H<sub>0</sub> ditolak dan model yang tepat adalah model *Fixed Effect* dan sebaliknya.

#### 3.5.3 Uji Lagrange Multiplier (LM)

Lagrange Multiplier (LM) adalah uji untuk mengetahui apakah model *Random Effect* atau model *Common Effect* (OLS) yang paling tepat digunakan. Uji signifikansi *random effect*

ini dikembangkan oleh Breusch Pagan. Metode Breusch Pagan untuk uji signifikansi random effect didasarkan pada nilai residual dari metode OLS. Hipotesis yang digunakan adalah :

H<sub>0</sub> : Model *Common Effect*

H<sub>1</sub> : Model *Random Effect*

Jika nilai LM statistik lebih besar dari nilai kritis statistik chi-squares maka kita menolak hipotesis nol, yang artinya estimasi yang tepat untuk model regresi data panel adalah metode random effect dari pada metode common effect.

Sebaliknya jika nilai LM statistik lebih kecil dari nilai statistik chi-squares sebagai nilai kritis, maka kita menerima hipotesis nol, yang artinya estimasi yang digunakan dalam regresi data panel adalah metode *common effect* bukan metode *random effect*.

Uji LM tidak digunakan apabila pada uji chow dan uji hausman menunjukkan model yang paling tepat adalah model *fixed effect*. Uji LM dipakai manakala pada uji chow menunjukkan model yang dipakai adalah Model *common effect*, sedangkan pada uji hausman menunjukkan model yang paling tepat adalah model *random effect*. Maka diperlukan uji LM sebagai tahap akhir untuk menentukan model *common effect* atau *random effect* yang paling tepat.

### **3.6 Uji Asumsi Klasik**

Uji asumsi klasik digunakan dalam penelitian ini untuk mengetahui apakah model yang digunakan dalam regresi benar-benar menunjukkan pengaruh yang signifikan dan representatif maka model regresi yang digunakan tersebut harus memenuhi uji asumsi klasik regresi. Dengan pengujian ini diharapkan model regresi yang diperoleh bisa dipertanggungjawabkan dan tidak bias. Berikut ini adalah uji asumsi klasik yang harus dipenuhi :

#### **3.6.1 Uji Normalitas**

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variable pengganggu atau residual mempunyai distribusi normal. Pengujian normalitas residual yang

banyak digunakan adalah Uji Jarque-Bera (JB). Uji JB dapat dilakukan dengan mudah dalam program Eviews yang langsung menghitung nilai JB statistic. Jika nilai Jarque-Bera dan nilai probability lebih kecil dari 5% maka data tersebut berdistribusi tidak normal. Jika nilai Jarque-Bera dan nilai probability lebih besar dari 5% maka data tersebut berdistribusi normal.

### **3.6.2 Uji Multikolinieritas**

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi yang tinggi atau sempurna antar variabel independen. Dalam penelitian ini deteksi multikolinieritas akan dilakukan dengan menggunakan korelasi bivariat untuk mendeteksi adanya multikolinieritas. Kriterianya adalah jika korelasi bivariat lebih besar dari 0,9 maka di dalam model terjadi multikolinieritas (Ghozali, 2017).

### **3.6.3 Uji Heteroskedastisitas**

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Ada beberapa cara untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas yaitu diantaranya dengan menggunakan uji glejser. Tingkat signifikan yang digunakan adalah  $\alpha$  0,05 yang lazim digunakan dalam penelitian. Uji glejser digunakan untuk meregres nilai absolute residual terhadap variabel independen dengan persamaan regresi:

$$\{U_t\} = \alpha + \beta X_t + v_t$$

### **3.6.4 Uji Autokorelasi**

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  dengan kesalahan pada periode  $t$  (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi ini muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu yang berkaitan satu sama lainnya. Uji autokorelasi dalam penelitian ini menggunakan uji Durbin- Watson (DW).

### 3.7 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan pada model regresi linier berganda serta *Moderating Regression Analysis* (MRA). Regresi linier berganda dipergunakan dalam membuktikan pengaruh dari stabilitas penjualan, struktur aktiva, ukuran perusahaan, dan likuiditas terhadap struktur modal atau untuk menguji hipotesis (H1-H4).

Model MRA digunakan untuk membuktikan apakah IOS mampu memoderasi pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen atau untuk menguji hipotesis (H5-H8).

$$DER = a + b_1SP + b_2SA + b_3LTA + b_4CR + b_5STP*IOS + b_6SA*IOS + b_7LTA*IOS + b_8CR*IOS + e$$

Dimana :

DER = Struktur Modal

a = Konstanta

b = Koefisien Regresi

SP = Stabilitas Penjualan

SA = Struktur Aktiva

LTA = Ukuran Perusahaan

CR = Likuiditas

IOS = Invesment Opportunity Set (IOS)

e = *error*

#### 3.7.1 Uji Signifikansi Pengaruh Parsial (Uji T)

Uji partial yaitu untuk menguji hubungan regresi secara parsial, dalam uji t statistik pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh suatu variabel penjelas secara individual dalam menerangkan variasi variabel-variabel terikat dengan menggunakan Eviews. Kriteria pengambilan keputusan pada uji t adalah sebagai berikut :

H1 diterima jika  $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}$  pada  $\alpha = 5\%$

H0 diterima jika  $t \text{ hitung} < t \text{ tabel}$  pada  $\alpha = 5\%$

1. H1 : Berarti ada pengaruh yang berarti dari variabel independen terhadap variabel dependen.
2. H0 : Berarti tidak ada pengaruh yang berarti dari variabel independen terhadap variabel dependen.

### **3.7.2 Uji Signifikansi Simultan (Uji F)**

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen atau bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen/terikat. Mekanisme pengujiannya sebagai berikut:

1.  $F_{hitung} > F_{tabel}$ , maka H1 diterima atau terdapat pengaruh signifikan secara bersama-sama variabel independen terhadap dependen.
2.  $F_{hitung} < F_{tabel}$ , maka H0 diterima tidak terdapat pengaruh signifikan secara bersama-sama variabel independen terhadap dependen.

### **3.7.3 Koefisien Determinasi ( $R^2$ )**

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) pada dasarnya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai  $R^2$  yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen (Ghozali, 2017).

## BAB IV

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN

#### 4.1 Analisis Statistik Deskriptif

Data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu data panel yang merupakan gabungan antara data cross section dan time series. Data cross section dalam penelitian ini terdiri dari 27 perusahaan yang termasuk dalam IDX LQ-45.

Data time series dalam penelitian ini terdiri dari data struktur modal, stabilitas penjualan, struktur aktiva, ukuran perusahaan, dan likuiditas tahun 2016 sampai tahun 2020. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis determinan struktur modal. Kemudian didalam penelitian ini juga menganalisis efek moderasi dari IOS terhadap pengaruh stabilitas penjualan, struktur aktiva, ukuran perusahaan, dan likuiditas dengan struktur modal.

**Tabel 4.1**  
**Statistik Deskriptif**

	DER	SP	SA	LTA	CR	IOS
Mean	2.022963	6.633259	0.301881	17.55218	2.166763	3.224835
Median	2.000000	7.550000	0.274000	17.54799	1.715306	2.010390
Maximum	3.100000	99.48000	0.719000	19.67902	5.247293	16.67951
Minimum	1.300000	-66.74000	0.007000	15.38841	0.279643	0.002442
Std. Dev.	0.387094	22.76474	0.200154	0.977136	1.215969	3.206943
Observations	135	135	135	135	135	135

Sumber : Data diolah, 2021

Berdasarkan tabel statistik deskriptif diketahui bahwa jumlah observasi dalam penelitian ini sebanyak 135. Nilai DER tertinggi sebesar 3.1, nilai terendah sebesar 1.3, dan nilai rata-rata sebesar 2.02 dari seluruh jumlah obeservasi. Nilai SP tertinggi sebesar 99.5, nilai terendah sebesar -66.7, dan nilai rata-rata sebesar 6.63 dari seluruh jumlah observasi. Nilai SA tertinggi sebesar 0.72, nilai terendah sebesar 0.007, dan nilai rata-rata sebesar 0.3 dari seluruh jumlah observasi. Nilai LTA tertinggi sebesar 19.68, nilai terendah sebesar 15.39, dan nilai rata-rata sebesar 17.55 dari seluruh jumlah observasi. Nilai CR tertinggi sebesar 5.25, nilai terendah sebesar 0.28, dan nilai rata-rata sebesar 2.17 dari seluruh jumlah observasi. Nilai IOS tertinggi

sebesar 16.68, nilai terendah sebesar 0.002, dan nilai rata-rata sebesar 3.22 dari seluruh jumlah observasi.

## 4.2 Pemilihan Model Data Panel

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi data panel, untuk menguji spesifikasi model dan kesesuaian teori-teori dengan kenyataan. Pada bagian ini, akan dilakukan pemilihan model regresi data panel mana yang terbaik. Apakah *common effect*, *fixed effect* atau *random effect*. Pemilihan model ini berdasarkan pada tiga uji yaitu:

### 4.2.1 Uji Chow

Untuk menentukan model *fixed effect* atau *common effect* yang paling tepat digunakan dalam mengestimasi data panel, maka dilakukan Uji Chow (Chow test). Apabila probabilitas  $\geq 0,05$  maka  $H_0$  diterima, artinya model *common effect* (pool least square) yang akan digunakan. Tetapi jika nilai probabilitas  $< 0,05$ , maka  $H_1$  diterima, berarti menggunakan pendekatan *fixed effect*. Hasil uji Chow dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.2**  
**Uji Chow**

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.826575	(26,100)	0.0001
Cross-section Chi-square	74.378963	26	0.0000

Sumber : Data diolah, 2021

Hasil uji chow pada tabel 4.2 diatas menunjukkan nilai probabilitas cross section F = 0,0001  $< 0,05$ . sehingga  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima, artinya model *fixed effect* yang tepat digunakan dibandingkan dengan *common effect* untuk mengestimasi data panel.

### 4.2.2 Uji Hausman

Setelah uji chow dilakukan dan memperoleh hasil bahwa model *fixed effect* yang digunakan, model data panel harus dibandingkan lagi antara *fixed effect* dengan *random effect* dengan menggunakan uji hausman. Uji hausman digunakan untuk memilih apakah model *fixed effect* atau model random effect yang paling tepat digunakan. Apabila probabilitas  $\geq 0,05$  maka



H0 diterima, artinya model *fixed effect* yang akan digunakan. Tetapi jika nilai probabilitas < 0,05, maka H1 diterima, berarti menggunakan pendekatan *random effect*. Hasil Uji Hausman adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.3**  
**Uji Hausman**

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	13.779328	8	0.0877

Sumber : Data diolah, 2021

Hasil uji chow pada tabel 4.3 diatas menunjukkan nilai probabilitas  $0.0877 > 0.05$ . Sehingga H0 diterima dan H1 ditolak, artinya model *random effect* yang tepat digunakan dibandingkan dengan *fixed effect* untuk mengestimasi data panel.

#### 4.2.3 Uji Langrange

Setelah uji chow dan hausman telah dilakukan maka tahap pemilihan model adalah uji langrange multiplier. Kriterianya apabila probabilitas Breusch-Pagan  $\geq 0,05$  maka H0 diterima, artinya model *common effect* yang akan digunakan. Tetapi jika nilai probabilitas Breusch-Pagan < 0,05, maka H1 diterima, berarti menggunakan pendekatan *random effect*. Hasil Uji langrange multiplier adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.4**  
**Uji Langrange Multiplier**

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	13.35480 (0.0003)	0.334392 (0.5631)	13.68919 (0.0002)

Sumber : Data diolah, 2021

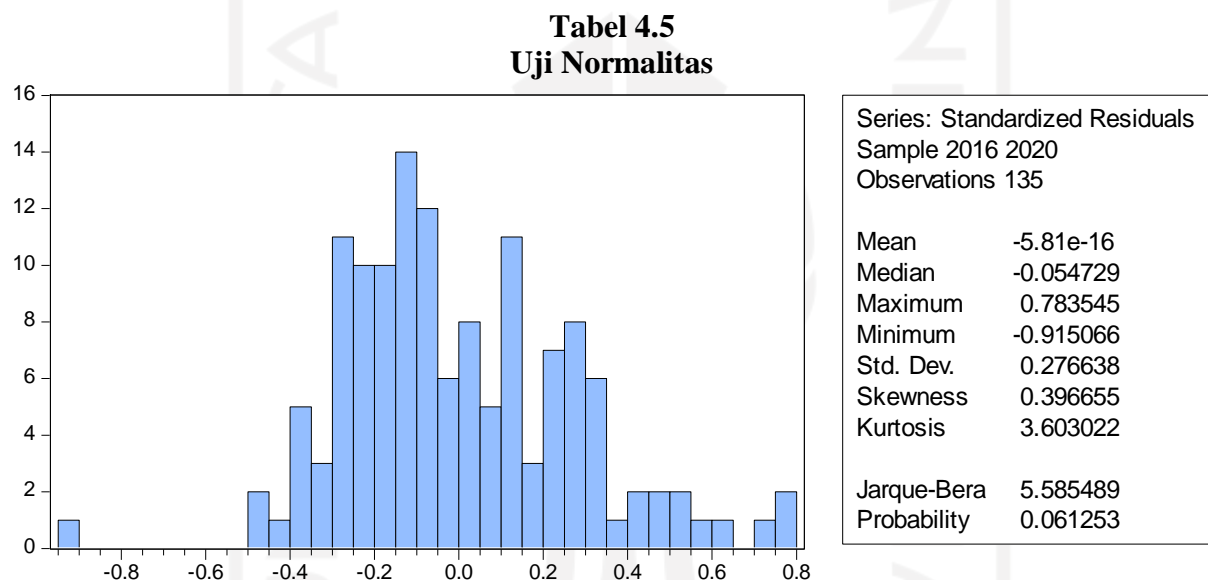
Hasil uji langrange multiplier pada tabel 4.4 diatas menunjukkan nilai probabilitas Breusch-Pagan  $0.0003 < 0.05$ . Sehingga H0 ditolak dan H1 diterima, artinya model *random effect* yang tepat digunakan dibandingkan dengan *common effect* untuk mengestimasi data panel.

Berdasarkan hasil estimasi uji chow, uji hausman, dan uji langrange multiplier maka model yang tepat dalam penelitian ini menggunakan random effect.

### 4.3 Uji Asumsi Klasik

#### 4.3.1 Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variable pengganggu atau residual mempunyai distribusi normal. Pengujian normalitas residual yang banyak digunakan adalah Uji Jarque-Bera (JB). Hasil uji normalitas dapat dilihat pada Tabel 4.5 sebagai berikut:



Sumber : Data diolah, 2021

Untuk mengetahui data berdistribusi normal atau tidak, dilakukan dengan cara membandingkan nilai probabilitas Jarque-Bera hitung dengan tingkat alpha 5%. Jika nilai probabilitas Jarque-Bera lebih besar dari 0.05 maka dapat disimpulkan bahwa residual terdistribusi normal dan sebaliknya jika nilai probabilitas Jarque-Bera lebih kecil dari 0.05 maka dapat disimpulkan bahwa residual terdistribusi tidak normal. Berdasarkan uji normalitas diatas menunjukkan bahwa nilai probabilitas Jarque-Bera 0,061253 lebih besar dari 0.05, artinya data berdistribusi normal.

### 4.3.2 Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam sebuah model regresi, terjadi ketidaksamaan varian dari residual dari suatu pengamatan ke pengamatan lain. Apabila *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homokedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Dalam penelitian ini uji statistik yang digunakan adalah uji *Glejser*, dan hasil uji *Glejser* dapat dilihat pada Tabel 4.6 sebagai berikut:

**Tabel 4.6**  
**Uji Heterokedastisitas**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.880858	0.490409	1.796172	0.0749
SP	0.001616	0.000905	1.785820	0.0766
SA	-0.177045	0.111787	-1.583761	0.1158
LTA	-0.037972	0.026795	-1.417129	0.1589
CR	0.030920	0.020477	1.509931	0.1336
SP*IOS	-0.000114	0.000347	-0.327163	0.7441
SA*IOS	0.031129	0.032450	0.959297	0.3393
LTA*IOS	0.006154	0.004464	1.378519	0.1705
CR*IOS	-0.002059	0.004418	-0.466085	0.6420

Sumber : Data diolah, 2021

Bedasarkan hasil uji Glejser diatas menunjukkan bahwa tidak ada satupun variabel independen yang signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen nilai Absolut (AbsUt). Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 5%. Jadi dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengandung adanya heteroskedastisitas.

### 4.3.3 Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi ini muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu yang berkaitan satu sama lainnya. Dalam penelitian ini uji autokorelasi dilakukan dengan melihat nilai Durbin-Watson (DW) pada model yang ditunjukkan pada Tabel 4.7 berikut ini:

**Tabel 4.7**  
**Uji Autokorelasi**

Mean dependent var	0.027778
S.D. dependent var	0.314697
Sum squared resid	9.234911
Durbin-Watson stat	1.915132

Sumber : Data diolah, 2021

Nilai DW sebesar 1.915, nilai tersebut akan dibandingkan dengan nilai tabel pada tingkat signifikansi 0.05, jumlah sampel 135 (n) dan jumlah variabel independen 8 (k=8). Maka pada Tabel DW akan didapatkan nilai sebagai berikut:

**Tabel 4.8**  
**Durbin Watson Test Bound**

N	K=8	d <sub>U</sub>
	d <sub>L</sub>	
135	1.595	1.845

Sumber : Data diolah, 2021

Oleh karena nilai DW sebesar 1.915 lebih besar dari batas atas (d<sub>U</sub>) 1.845 maka tidak terdapat autokorelasi positif dan 4-1.915 (4-DW) lebih besar dari d<sub>U</sub> maka tidak terdapat autokorelasi negatif. Dengan demikian model pada penelitian ini tidak terdapat autokorelasi.

#### **4.3.4 Multikolinieritas**

Uji multikolinieritas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Dalam penelitian ini, peneliti untuk melakukan pengujian multikolinieritas menggunakan Pearson Correlation. Kriteria Pearson Correlation untuk uji multikolinieritas adalah jika nilai koefisien korelasinya melebihi 0,9 maka terdapat multikolinieritas, sebaliknya jika nilai koefisien korelasinya kurang dari 0,9 maka tidak terdapat multikolinieritas. Berikut hasil uji multikolinieritas:

**Tabel 4.9**  
**Uji Multikolinieritas**

	DER	SP	SA	LTA	CR
DER	1.000000	-0.029862	-0.284686	0.165437	-0.633118
SP	-0.029862	1.000000	0.027462	-0.045618	0.043955
SA	-0.284686	0.027462	1.000000	-0.076013	0.092795
LTA	0.165437	-0.045618	-0.076013	1.000000	-0.278061
CR	-0.633118	0.043955	0.092795	-0.278061	1.000000

Sumber : Data diolah, 2021

Berdasarkan hasil pengujian yang ditunjukkan pada tabel 4.9 diketahui bahwa nilai koefisien antar variabel lebih kecil dari 0.9. Hal ini sesuai dengan kriteria pengujian bahwa hasil dari uji multikolinieritas tidak ada nilai koefisien korelasi antar variabel yang lebih dari 0.9. Maka dapat disimpulkan bahwa data tidak memiliki masalah multikolinieritas

#### **4.4 Hasil Pengujian Hipotesis**

Analisis regresi data panel dilakukan untuk mengetahui pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini terdapat variabel dependen yaitu struktur modal (DER) dan juga terdapat variabel independen yang terdiri dari stabilitas penjualan (SP), struktur aktiva (SA), ukuran perusahaan (LTA), dan likuiditas (CR). Kemudian *Moderating Regression Analysis* (MRA) digunakan untuk melihat apakah IOS mampu memoderasi pengaruh dari variabel independen terhadap dependen. Adapun hasil regresi data panel dan MRA yang ditunjukkan pada tabel 4.10 sebagai berikut:

**Tabel 4.10**  
**Analisis Regresi Data Panel dan MRA**

Dependent Variable: DER					
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Description
C	2.544639	0.673090	3.780531	0.0002	
SP	0.002413	0.001507	1.601304	0.1118	H1 Ditolak
SA	-0.605616	0.226866	-2.669487	0.0086	H2 Ditolak
LTA	0.001837	0.035918	0.051157	0.9593	H3 Ditolak
CR	-0.171151	0.039102	-4.377055	0.0000	H4 Diterima
SP*IOS	-0.001415	0.000579	-2.444940	0.0159	H5 Diterima
SA*IOS	0.023673	0.062166	0.380801	0.7040	H6 Ditolak
LTA*IOS	0.000335	0.002043	0.163770	0.8702	H7 Ditolak
CR*IOS	-0.002943	0.007880	-0.373477	0.7094	H8 Ditolak

Sumber : Data diolah, 2021

Berdasarkan hasil pengujian yang ditunjukkan oleh tabel 4.10, maka persamaan regresi data panel dan MRA yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut :

$$\text{DER} = 2.544639 + 0.002413(\text{SP}) - 0.605616(\text{SA}) + 0.001837(\text{LTA}) - 0.171151(\text{CR}) - 0.001415(\text{SP}*\text{IOS}) + 0.023673(\text{SA}*\text{IOS}) + 0.000335(\text{LTA}*\text{IOS}) - 0.002943(\text{CR}*\text{IOS}) + e$$

Berdasarkan tabel 4.10 maka hasil uji t dapat dipaparkan pada penjelasan sebagai berikut.

Dari hasil regresi, konstanta menunjukkan nilai koefisien sebesar 2.544639. Artinya jika semua variabel independen dianggap konstan, maka nilai struktur modal atau DER sebesar 2.544639.

Hasil regresi menunjukkan nilai koefisien variabel stabilitas penjualan sebesar 0.002413 ( $\beta > 0$ ), maka pengaruh antara stabilitas penjualan dengan struktur modal adalah positif. Sementara nilai probabilitas stabilitas penjualan sebesar 0.1118, maka pengaruh antara variabel stabilitas penjualan dengan struktur modal adalah tidak signifikan. Hal ini dapat disimpulkan bahwa variabel stabilitas penjualan tidak berpengaruh secara parsial terhadap struktur modal, dengan demikian hipotesis 1 ditolak.

Hasil regresi menunjukkan nilai koefisien variabel struktur aktiva sebesar -0.605616 ( $\beta < 0$ ), maka pengaruh antara struktur aktiva dengan struktur modal adalah negatif. Sementara

nilai probabilitas struktur aktiva sebesar 0.0086, maka pengaruh antara variabel struktur aktiva dengan struktur modal adalah signifikan. Hal ini dapat disimpulkan bahwa variabel struktur aktiva berpengaruh negatif secara parsial terhadap struktur modal. Oleh karena hipotesis menyatakan pengaruh struktur aktiva berpengaruh positif, maka hipotesis 2 ditolak.

Hasil regresi menunjukkan nilai koefisien variabel ukuran perusahaan sebesar 0.001837 ( $\beta < 0$ ), maka pengaruh antara ukuran perusahaan dengan struktur modal adalah positif. Sementara nilai probabilitas ukuran perusahaan sebesar 0.9593, maka pengaruh antara variabel ukuran perusahaan dengan struktur modal adalah tidak signifikan. Hal ini dapat disimpulkan bahwa variabel ukuran perusahaan tidak berpengaruh secara parsial terhadap struktur modal, dengan demikian hipotesis 3 ditolak.

Hasil regresi menunjukkan nilai koefisien variabel likuiditas sebesar -0.171151 ( $\beta < 0$ ), maka pengaruh antara likuiditas dengan struktur modal adalah negatif. Sementara nilai probabilitas likuiditas sebesar 0.0000, maka pengaruh antara variabel likuiditas dengan struktur modal adalah signifikan. Hal ini dapat disimpulkan bahwa variabel likuiditas berpengaruh negatif secara parsial terhadap struktur modal, dengan demikian hipotesis 4 diterima.

Hasil regresi menunjukkan nilai probabilitas SP\*IOS sebesar 0.0159 dan nilai koefisien sebesar -0.001415. Hal ini dapat dikatakan bahwa IOS mampu memoderasi pengaruh stabilitas penjualan terhadap struktur modal. Artinya bahwa dengan adanya IOS pengaruh antara stabilitas penjualan terhadap struktur modal adalah negatif. Dengan demikian hipotesis 5 diterima.

Hasil regresi menunjukkan nilai probabilitas IOS\*SA sebesar 0.7040, maka IOS tidak memoderasi pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal. Artinya IOS bukan merupakan variabel moderasi pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal atau dengan kata lain, adanya IOS tidak memperlemah maupun memperkuat pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal. Dengan demikian hipotesis 6 ditolak.

Hasil regresi menunjukkan nilai probabilitas IOS\*LTA sebesar 0.8702, maka IOS tidak memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal. Artinya IOS bukan merupakan variabel moderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal atau dengan kata lain, adanya IOS tidak memperlemah maupun memperkuat pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal. Dengan demikian hipotesis 7 ditolak.

Hasil regresi menunjukkan nilai probabilitas IOS\*CR sebesar 0.7094, maka IOS tidak memoderasi pengaruh likuiditas terhadap struktur modal. Artinya IOS bukan merupakan variabel moderasi pengaruh likuiditas terhadap struktur modal atau dengan kata lain, adanya IOS tidak memperlemah maupun memperkuat pengaruh likuiditas terhadap struktur modal. Dengan demikian hipotesis 8 ditolak.

#### 4.4.1 Uji F Simultan dan Koefisien R-Square ( $R^2$ )

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen atau bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen/terikat.

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) pada dasarnya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai  $R^2$  yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Hasil uji f-statistik dan uji r-square dapat dilihat pada tabel 4.11 sebagai berikut:

**Tabel 4.11**  
**Uji F Statistik dan R Square**

R- Square	Adjusted R-Squared	F-Statistic	Prob(F-Statistic)
0.393689	0.355193	10.22676	0.000000

Sumber : Data diolah, 2021



Berdasarkan tabel 4.11 diatas, menunjukkan nilai f-statistik sebesar 10.22676 dan probabilitas sebesar 0.0000. Oleh karena nilai f-statistik  $>$  f-tabel ( $10.22676 > 2.01$ ) dan nilai probabilitas jauh lebih kecil dari 0.05, maka variabel stabilitas penjualan, struktur aktiva, ukuran perusahaan, dan likuiditas berpengaruh secara simultan terhadap struktur modal.

Berdasarkan hasil uji r-square menunjukkan nilai R-square sebesar 0.393689. Artinya model variasi dari stabilitas penjualan, struktur aktiva, ukuran perusahaan, dan likuiditas dalam menjelaskan struktur modal sebesar 39.4 %. Sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain diluar model.

## **4.5 Pembahasan**

### **4.5.1 Pengaruh Stabilitas Penjualan Terhadap Struktur Modal**

Stabilitas penjualan menunjukkan tingkat perubahan penjualan dari tahun ke tahun. Semakin tinggi tingkat penjualan maka semakin besar pula modal yang dibutuhkan oleh perusahaan. Dengan demikian, modal eksternal akan dibutuhkan untuk menunjang kegiatan operasional untuk memenuhi target penjualan yang terus meningkat. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai masa depan yang baik sehingga dapat memperoleh pinjaman yang lebih banyak dibandingkan perusahaan yang tidak mengalami pertumbuhan penjualan. Maka perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang stabil dapat lebih aman mengambil dana pinjaman dibanding dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.

Namun berdasarkan hasil penelitian, stabilitas penjualan tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Artinya bahwa tinggi rendahnya tingkat stabilitas penjualan perusahaan tidak mempengaruhi perusahaan dalam berhutang. Hal tersebut dapat dikaitkan dengan *Pecking Order Theory*, dimana perusahaan tidak akan melakukan pendanaan melalui utang ketika memiliki dana internal yang tinggi. Dengan demikian perusahaan dengan tingginya stabilitas penjualannya tidak memerlukan hutang, sebaliknya jika stabilitas penjualan turun perusahaan

juga tidak dapat berhutang karena tidak memiliki cukup jaminan. Hasil tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Vitriasari (2012) dan Suwarno (2002).

#### **4.5.2 Pengaruh Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal**

Struktur aktiva merupakan penentuan seberapa besar alokasi untuk masing–masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun dalam aktiva tetap. Perusahaan dengan nilai aktiva yang besar lebih mudah dipercaya mendapatkan pinjaman dari pihak luar karena lebih mudah akses ke sumber dana dibandingkan perusahaan yang masih berskala kecil. Maka dapat dikatakan bahwa perusahaan dengan skala yang besar memiliki permintaan produk yang banyak sehingga akan mempunyai aktiva jangka panjang dalam jumlah besar. Dengan demikian, maka perusahaan dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar atau hutang hipotik jangka panjang dengan jaminan aktiva tersebut.

Namun berdasarkan hasil penelitian, struktur aktiva berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Artinya kenaikan struktur aktiva perusahaan akan menurunkan struktur modal berupa hutang. Hal tersebut diindikasi karena perusahaan memiliki jumlah aset yang tinggi maka kemungkinan sedikit menggunakan hutang dan diyakini dapat memenuhi kebutuhan operasional perusahaan.

Hal ini dapat terjadi karena ketika struktur aktiva meningkat, maka kemampuan perusahaan dalam menghasilkan penjualan juga ikut meningkat, sehingga mengakibatkan ketersediaan dana internalnya yang juga tinggi, maka dalam posisi ini perusahaan sedikit menggunakan dana eksternal untuk membiayai kegiatan perusahaan. Indikasi lain perusahaan yang memiliki struktur aktiva yang berupa aset tetap yang banyak, maka perusahaan dapat menyewakan aset tetap tersebut guna mendapatkan keuntungan dan secara otomatis dana internal perusahaan semakin banyak. Pernyataan tersebut juga sejalan dengan Pecking Order Theory, dimana perusahaan akan lebih menyukai penggunaan dana internal dibanding dengan dana eksternal.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rofiqoh (2014), Nursatyani (2014), Mandagi (2015), Nasution (2017), dan Koralun (2013).

#### **4.5.3 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal**

Ukuran perusahaan merupakan salah satu hal yang diperhatikan oleh investor. Perusahaan yang besar biasanya lebih memiliki manajemen yang baik dalam hal pengelolaan dana. Perusahaan yang besar biasanya telah memiliki rencana jangka panjang tentang keuangan perusahaan dan bagaimana menjalankan rencananya tersebut. Semakin besar suatu perusahaan, investor biasanya akan lebih mempercayai perusahaan tersebut. Perusahaan tersebut dianggap mampu mengatur dan mengontrol dengan struktur modal perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan maka akan semakin mudah mendapatkan dana untuk mengembangkan usaha perusahaan dengan jumlah yang besar dalam bentuk hutang, dengan kata lain ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Namun hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Artinya bahwa besarnya ukuran perusahaan tidak menjadi ukuran besaran struktur modal pada perusahaan. Perusahaan yang besar dianggap mampu menjaga kestabilan aktiva yang dimiliki, maka perusahaan lebih memilih menggunakan pendanaan internal untuk memenuhi kebutuhannya. Setiap dana yang digunakan oleh perusahaan baik yang berasal dari pendanaan internal maupun pendanaan eksternal memiliki biaya modal yang berbeda-beda dan tingkat risiko yang berbeda pula. Oleh karena itu, baik perusahaan besar maupun perusahaan kecil akan menggunakan sumber dana yang lebih aman terlebih dahulu (pendanaan internal) dari pada menggunakan pendanaan eksternal. Hasil penelitian tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Bhawa (2015) dan Utami (2009).

#### **4.5.4 Pengaruh Likuiditas Terhadap Struktur Modal**

Likuiditas adalah kemampuan suatu perusahaan memenuhi kewajiban-kewajiban keuangannya dalam jangka pendek atau yang harus segera dibayar. Perusahaan dengan tingkat

likuiditas yang tinggi mempunyai dana internal yang besar, sehingga akan menekan penggunaan hutang atau dengan kata lain likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Hasil penelitian menunjukkan likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Artinya kenaikan likuiditas perusahaan akan menurunkan struktur modalnya, Hasil temuan ini sejalan dengan *Pecking Order Theory*, dimana perusahaan tidak akan melakukan pendanaan melalui utang ketika memiliki dana internal yang tinggi. Kondisi tersebut terjadi karena perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi akan memiliki dana internal yang tinggi pula, oleh karena itu perusahaan akan cenderung memanfaatkan dana internal yang dimilikinya dari pada disebabkan perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi mempunyai dana internal besar, sehingga perusahaan tersebut akan lebih menggunakan dana internalnya dalam mendanai kebutuhan operasi dari pada mengambil keputusan pendanaan dari luar.

Hasil penelitian tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Alyoufsi (2020), Amalia (2016), Primantara (2016), Cahyani (2017), Widayanti (2016), dan Ratri (2017).

#### **4.5.5 Moderasi IOS dalam Pengaruh Stabilitas Penjualan Terhadap Struktur Modal**

Peluang investasi merupakan kesempatan bagi perusahaan untuk menambah keuntungan atau return di masa yang akan datang. Hal tersebut tentu saja membutuhkan dana tambahan untuk mendanai sejumlah pilihan investasi yang akan dilakukan perusahaan. Oleh karena itu, dengan stabilitas penjualan yang stabil maka perusahaan lebih mudah untuk mendapatkan dana pinjaman. Sehingga peluang investasi akan memoderasi pengaruh stabilitas penjualan dengan struktur modal.

Hasil penelitian menunjukkan IOS mampu memoderasi pengaruh stabilitas penjualan terhadap struktur modal. Artinya adanya peluang investasi akan menurunkan penggunaan hutang ketika stabilitas penjualan perusahaan meningkat atau dapat dikatakan dengan adanya IOS pengaruh dari stabilitas penjualan terhadap struktur modal adalah negatif. Hal tersebut

disebabkan karena perusahaan dengan tingkat stabilitas penjualan yang tinggi, perusahaan akan mendapatkan laba yang tinggi pula. Oleh karena itu perusahaan tidak perlu menggunakan hutang terlalu besar bahkan lebih baik tidak. Perusahaan dengan menggunakan dana internal sebagai pembiayaan investasi juga akan mendapatkan banyak keuntungan daripada dana eksternal. Hal tersebut dikarenakan ketika perusahaan menggunakan dana eksternal maka perusahaan harus membayar bunga dari pinjaman dan secara otomatis akan mengurangi return dari investasi.

#### **4.5.6 Moderasi IOS dalam Pengaruh Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal**

Peluang investasi merupakan kesempatan bagi perusahaan untuk menambah keuntungan atau return di masa yang akan datang. Hal tersebut tentu saja membutuhkan dana tambahan untuk mendanai sejumlah pilihan investasi yang akan dilakukan perusahaan. Oleh karena itu, dengan nilai aktiva yang besar maka perusahaan lebih mudah untuk mendapatkan dana pinjaman. Sehingga peluang investasi akan memoderasi pengaruh struktur aktiva dengan struktur modal.

Hasil penelitian menunjukkan IOS tidak memoderasi pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal. Artinya bahwa adanya peluang investasi tidak mampu mempengaruhi struktur aktiva dan struktur modal perusahaan. Hal tersebut diindikasikan ketika perusahaan dihadapkan pada peluang investasi faktor internal dan eksternal perusahaan tidak mendukung akan peluang investasi tersebut. Dengan demikian, perusahaan menunda beberapa investasi yang akan dilakukan dan lebih memilih untuk fokus menjaga kinerjanya.

#### **4.5.7 Moderasi IOS dalam Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal**

Peluang investasi merupakan kesempatan bagi perusahaan untuk menambah keuntungan atau return di masa yang akan datang. Hal tersebut tentu saja membutuhkan dana tambahan untuk mendanai sejumlah pilihan investasi yang akan dilakukan perusahaan Dengan

demikian peluang investasi akan memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal.

Hasil penelitian menunjukkan IOS tidak memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal. Artinya bahwa adanya peluang investasi tidak mampu mempengaruhi ukuran perusahaan dan struktur modal perusahaan. Hal tersebut diindikasikan bahwa ketika perusahaan dihadapkan pada peluang investasi faktor internal dan eksternal perusahaan tidak mendukung akan peluang investasi tersebut. Dengan demikian, perusahaan menunda beberapa investasi yang akan dilakukan dan lebih memilih untuk fokus menjaga kinerjanya.

#### **4.5.8 Moderasi IOS dalam Pengaruh Likuiditas Terhadap Struktur Modal**

Peluang investasi merupakan kesempatan bagi perusahaan untuk menambah keuntungan atau return di masa yang akan datang. Hal tersebut tentu saja membutuhkan dana tambahan untuk mendanai sejumlah pilihan investasi yang akan dilakukan perusahaan. Dengan demikian peluang investasi akan memoderasi pengaruh likuiditas terhadap struktur modal.

Hasil penelitian menunjukkan IOS tidak memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal. Artinya bahwa tinggi rendahnya peluang investasi tidak mampu mempengaruhi ukuran perusahaan dan struktur modalnya. Hal tersebut diindikasikan bahwa ketika perusahaan dihadapkan pada peluang investasi faktor internal dan eksternal perusahaan tidak mendukung akan peluang investasi tersebut. Dengan demikian, perusahaan menunda beberapa investasi yang akan dilakukan dan lebih memilih untuk fokus menjaga kinerjanya guna untuk survive dalam kondisi persaingan bisnis yang semakin fluktuatif.

## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan peneliti dan pembahasan yang telah dipaparkan, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Stabilitas penjualan tidak berpengaruh terhadap struktur modal, artinya bahwa tinggi rendahnya stabilitas penjualan tidak mempengaruhi struktur modal perusahaan berupa hutang.
2. Struktur aktiva berpengaruh negatif terhadap struktur modal, artinya ketika struktur aktiva meningkat maka struktur modal perusahaan berupa hutang akan menurun. Sebaliknya jika struktur aktiva menurun maka struktur modal perusahaan berupa hutang akan meningkat. Hal ini berbeda dengan hipotesis yang menyatakan bahwa struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hasil tersebut diindikasikan bahwa perusahaan dengan struktur aktiva yang baik cenderung akan menggunakan dana internal sebagai pembiayaan daripada eksternal dan secara otomatis akan menekan penggunaan hutang.
3. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal, artinya bahwa tinggi rendahnya ukuran perusahaan tidak mempengaruhi struktur modal perusahaan berupa hutang.
4. Likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, artinya ketika likuiditas meningkat maka struktur modal perusahaan berupa hutang akan menurun. Sebaliknya jika likuiditas menurun maka struktur modal perusahaan berupa hutang akan meningkat.
5. IOS mampu memoderasi pengaruh stabilitas penjualan terhadap struktur modal, artinya bahwa adanya IOS maka pengaruh antara stabilitas penjualan terhadap struktur modal

adalah negatif. Dengan demikian adanya peluang investasi akan menurunkan penggunaan utang ketika stabilitas penjualan meningkat.

6. IOS tidak memoderasi pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal. Artinya IOS bukan merupakan variabel moderasi pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal atau dengan kata lain, adanya IOS tidak memperlemah maupun memperkuat pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal.
7. IOS tidak memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal. Artinya IOS bukan merupakan variabel moderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal atau dengan kata lain, adanya IOS tidak memperlemah maupun memperkuat pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal.
8. IOS tidak memoderasi pengaruh likuiditas terhadap struktur modal. Artinya IOS bukan merupakan variabel moderasi pengaruh likuiditas terhadap struktur modal atau dengan kata lain, adanya IOS tidak memperlemah maupun memperkuat pengaruh likuiditas terhadap struktur modal.

## **5.2 Saran**

Berdasarkan kesimpulan diatas maka saran yang dapat diberikan sebagai berikut:

### **1. Saran Teoritis**

Saran teoritis yang dapat diberikan penulis untuk penelitian selanjutnya yaitu:

- a. Peneliti selanjutnya diharapkan memperluas sampel perusahaan dan tidak hanya menggunakan perusahaan yang terdaftar di IDX LQ-45 guna untuk memperbarui serta mendapatkan gambaran yang lebih luas terkait pengaruh struktur modal.
- b. Peneliti selanjutnya diharapkan menambah periode yang lebih panjang dari 5 tahun pengamatan dalam melakukan penelitian, sehingga dapat diperoleh gambaran yang lebih baik dalam jangka panjang.



- c. Peneliti selanjutnya dapat menambah variabel lain, misalkan tingkat bunga, kurs valuta asing, neraca pembayaran, inflasi dan kondisi ekonomi lainnya guna mendapatkan gambaran yang lebih baik dari sisi eksternal perusahaan.

## 2. Saran Praktis

Saran praktis yang dapat peneliti informasikan bagi perusahaan atau organisasi yaitu:

- a. Bagi manajer keuangan perusahaan perlu memperhatikan struktur aktiva dan likuiditas, karena dapat menekan penggunaan hutang yang dapat mengakibatkan beban perusahaan semakin tinggi dan meminimalisir kebangkrutan yang disebabkan gagal bayar hutang.
- b. Manajer keuangan perusahaan juga harus mempertimbangkan adanya peluang investasi, karena secara tidak langsung akan mempengaruhi struktur modal perusahaan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abidah, Mahjati. (2013). “Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Stabilitas Penjualan, Profitabilitas, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Perusahaan Consumer Goods Yang Terdaftar Di Bei Periode 2009-2011”. *Jurnal Profita*. Vol 13(3), hal. 35-44.
- AlNajjar dan Belkaoui, Ahmed Riahi. (2001). “Empirical Validation of a General Model of Growth Opportunities”. *Journal of Managerial Finance*. Vol. 27(3), hal. 72-90.
- Alyousfi-Saif Abdulazeez Y.H. (2020). “Determinants of capital structure: evidence from Malaysian firms”. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*. Vol 13(4), hal. 1-44. DOI 10.1108/APJBA-09-2019-0202
- Arifin, Zaenal. (2005). “*Teori Keuangan dan Pasar Modal*”, Yogyakarta: Ekonosia.
- Armelia, Shelly. (2016). “Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Likuiditas Dan Struktur Aktifa Terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Go Publik”. *Jom Fisip*. Vol. 3(2), hal. 1-13.
- Bhawa, I. B. M. D., & Sangging, M. R. D. (2015). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Likuiditas, Profitabilitas, Dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Perusahaan Farmasi. *Jurnal Manajemen*, Vol 4(7), hal. 1949–1966. <https://doi.org/ISSN:2302-8912>
- Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F. (2011). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Terjemahan*. Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat.
- Cahyani, N. I., & Handayani, N. (2017). Pengaruh Profitabilitas , Likuiditas , Size , Kepemilikan Institusional , Dan Tangibility Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, Vol 6(2), hal 614–630.
- Cinthya, Yurike Mawikere. (2015).”Pengaruh Stabilitas Penjualan Dan Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal Perusahaan Automotive And Allied Product Yang Terdaftar Di Bei Periode 2010-2013”. *Jurnal Manajemen*. Vol 3(3), hal. 149-158.
- Copeland dan J. Fred Weston. (2008). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jilid II. Erlangga, Jakarta.
- Gaver, Jennifer J & Gaver, Kenneth M. (1995). Compensation Policy and The Investment Opportunity Set. *Journal Financial Management*. Vol 24(1), hal. 19-32.
- Ghozali, Imam dan Ratmono, Dwi. (2017). *Analisis Multivariat dan Ekonometrika dengan Eviews 10*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro: Semarang.
- Hariyanto, M. S., & Putu Vivi Lestari. (2015). Pengaruh Struktur Kepemilikan, IOS, dan ROE Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Food And Beverage. *Jurnal Manajemen*. Vol 5(3), hal 1599-1626.
- Karadeniz, E., Kandır, S. Y., Iskenderoglu, O., & Onal, Y. B. (2011). Firm Size and Capital Structure Decisions: Evidence From Turkish Lodging Companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol 1(1), hal 1–11.
- Kartika, Andi. (2016). “Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aset, Pertumbuhan Penjualan Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia”. *Jurnal INFOKAM*. Vol 1(12), hal. 49-58.

- Kennedy (2016).” Faktor - faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan Real estate and property yang go public di bursa efek indonesia”. *Jurnal Akuntansi*, Vol 19(2), hal. 1-10.
- Keown, Arthur J., David F. Scott, Jr., John D. Martin, J. William Petty. (2010). *Manajemen Keuangan: Prinsip dan Penerapan*. Jilid II (Edisi Kesepuluh). Jakarta: Indeks.
- Kusuma, Ginanjar Indra, Suhadak, Dan Zainul Arifin. (2012). “Analisis Pengaruh Profitabilitas (Profitability) Dan tingkat pertumbuhan (Growth) Terhadap Struktur Modal Dan Nilai Perusahaan)(studi pada perusahaan real estate and property yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2007 – 2011”. *Jurnal. Akuntansi*, Vol 7(2), hal. 1-15.
- Liana. (2010).“Faktor-faktor yang mempengaruhi Struktur modal”. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, Vol. 12(2), hal. 82 – 97.
- Manopo, Farah. (2013). “Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Industri Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia.” *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*. Vol 12(2), hal. 119–130.
- Modigliani, F & Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*. Vol 13(3), hal. 261- 297.
- Myers, S. And N. Majluf. (1984). “Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have.” *Journal of Finance Economics*, Vol.13, hal. 187-221.
- Pandey, I, M. (2004). Capital Structure, Profitability and Market Structure: Evidence from Malaysia. *Asia Pacific. Journal of Economics & Business*. Vol 8(2), hal. 78-91.
- Perdana, Djaja (2019). “Kepemilikan Pemerintah dan Struktur Modal Dalam Konteks Institusional BUMN Indonesia”. *Jurnal Riset Akuntansi Dan Keuangan*. Vol 7(3), hal. 477-490.
- Tijow, Anggelita., Harijanto., dan Victorina. (2018). Pengaruh struktur aktiva dan profitabilitas terhadap Struktur modal pada perusahaan sektor industri barang Konsumsi yang terdaftar di bursa efek indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Going Concern*. Vol 13(3), hal. 477-488.
- Primantara, A. A. N. A. D. ., & Dewi, M. (2016). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Resiko Bisnis, Ukuran Perusahaan dan Pajak terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen*, Vol 5(5), hal. 2696–2726.
- Putri, Meidera Elsa Dwi. (2012).”Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Makanan dan Minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia”. *Jurnal Manajemen*. Vol 1(1), hal.1-10.
- Rahmatillah, Intan, and Ahmad Danu Prasetyo. (2016). “Determinants Of Capital Structure Analysis”. *Journal of business and management*. Vol 5(3), hal. 414–435.
- Rasyid, Abdul. (2015). Effects of Ownership Structure, Capital Structure, Profitability and Company’s Growth Towards Firm Value, *International Journal of Business and Management Invention*, Vol. 4(1), hal. 25-31.

- Ratri, A. M., & Christianti, A. (2017). Pengaruh Size, Likuiditas, Profitabilitas, Risiko Bisnis, Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Pada Sektor Industri Properti. *Jurnal Riset Manajemen Dan Bisnis*, Vol 12(1), hal. 13–24.
- Romadhani. (2017). “The Influence Of Structure Of Assets, The Size Of The Company, The Growth Of The Company, Profitability, And Liquidity Of The Capital Structure”. *Jurnal Manajemen*. Vol 1(1), hal 1-24.
- Sartono, Agus. (2010). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi* (4thed.). Yogyakarta.
- Sebayang, Minda dan Pasca Dwi Putra. (2013), Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Struktur Modal (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2007), *Jurnal Bina Akuntansi IBBI*, Vol 19(2), hal. 1-16.
- Seftianne dan Ratih Handayani. (2011). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 13(1), hal. 39-56.
- Sugiyono. (2017). *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: Alfabeta.
- Suwarno dan Ediningsih. (2002). “Pengaruh Stabilitas Penjualan, Struktur Aktiva, Tingkat Pertumbuhan dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal”. *Jurnal Akuntansi*. Vol 4(1), hal. 20-32.
- Titman, S. dan Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, Vol 43(1), hal. 1-19.
- Tuti, Meutia. (2016). Pengaruh Growth Opportunity, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Properti di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Keuangan*, Vol 5(2), hal. 555-565.
- Utami, L. N. S., & Widanaputra, A. A. G. P. (2017). Pengaruh Tarif Pajak, Profitabilitas, Likuiditas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di BEI. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, Vol 20(1), hal. 352–379.
- Vitriasari. Ririn, dan Indarti (2012). “The Influence of Stability of Sale, Asset Structure and Growth Rate on Capital Structure of Real Estate and Property Companies listed in Indonesia Stock Exchange”. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. Vol 1(1), 1-19.
- Widayanti, L. P., Triaryati, N., & Abundanti, N. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Tingkat Pertumbuhan Perusahaan, Likuiditas, Dan Pajak Terhadap Struktur Modal Pada Sektor Pariwisata. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, Vol 5(6), hal. 3761–3793.
- Wulandari. Ni Putu Intan dan Luh Gede Sri Artini. (2019). “Pengaruh Likuiditas, Non-Debt Tax Shield, Ukuran Perusahaan Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal”. *E-Jurnal Manajemen*, Vol. 8(6), hal. 3560-3589.