

**FAKTOR-FAKTOR YANG MEMENGARUHI *CAPITAL STRUCTURE* DENGAN  
*FIRM SIZE* SEBAGAI VARIABEL MODERASI**

**Grace Monica Kionggo\* & Sofia Prima Dewi**

*Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara Jakarta*

\*Email: [grace.125180501@stu.untar.ac.id](mailto:grace.125180501@stu.untar.ac.id)

**Abstract:**

This study was done to examine the effects of asset structure, liquidity, profitability, and business risk on capital structure and whether firm size is able to moderate the effects of asset structure, liquidity and profitability on capital structure. The subject of this study was 202 manufacturing companies listed in the Indonesia Stock Exchange and purposive sampling was used to narrow the samples down to 59 companies. The data used was from the 2017-2020 period and Eviews 12 was used to process said data. Results show that asset structure and profitability negatively does not affect capital structure, liquidity positively affects capital structure and business risk positively does not affect capital structure. Firm size was proven to be able to moderate the effects of liquidity, but was unable to moderate the effects of asset structure and profitability on capital structure.

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

**Abstrak:**

Penelitian ini dilakukan untuk meneliti pengaruh struktur aset, likuiditas, profitabilitas, dan risiko bisnis terhadap struktur modal dan apakah ukuran perusahaan mampu memoderasi pengaruh struktur aset, likuiditas, dan profitabilitas terhadap struktur modal. Subyek penelitian ini adalah 202 perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia dan *purposive sampling* digunakan untuk membatasi jumlah sampel menjadi 59 perusahaan. Data yang digunakan adalah data periode 2017-2020 and *Eviews 12* digunakan untuk mengolah data tersebut. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur aset dan profitabilitas tidak berpengaruh negatif terhadap struktur modal, likuiditas berpengaruh positif terhadap struktur modal, dan risiko bisnis tidak berpengaruh positif terhadap struktur modal. Ukuran perusahaan mampu memoderasi pengaruh likuiditas tetapi tidak mampu memoderasi pengaruh struktur aset dan profitabilitas terhadap struktur modal.

**Kata kunci:** Struktur Modal, Struktur Aset, Likuiditas, Profitabilitas, Risiko Bisnis.

**Pendahuluan**

Setiap perusahaan dalam industri apapun harus dapat bertahan di tengah kondisi pasar dan ekonomi apapun. Perusahaan harus bisa membuat keputusan yang terbaik dalam situasi ataupun kondisi apapun dalam rangka menjaga kelangsungan perusahaan. Perusahaan juga harus dapat meningkatkan nilai perusahaan agar dapat bertahan ditengah persaingan bisnis. Salah satu keputusan yang penting untuk diperhatikan adalah keputusan yang berkaitan dengan hal pendanaan, maka itu, pentinglah untuk manajemen perusahaan mengerti akan struktur modal.

Sumber pendanaan dibutuhkan perusahaan untuk membiayai biaya operasi perusahaan yang dapat menghasilkan laba bagi perusahaan. Terdapat dua macam sumber pendanaan, yaitu sumber pendanaan internal dan sumber pendanaan eksternal. Sumber pendanaan internal berupa laba ditahan (*retained earnings*), sedangkan sumber pendanaan eksternal berupa hutang dan saham.

*Capital structure* menunjukkan perbandingan jumlah dari sumber pendanaan eksternal perusahaan. Dengan menggunakan proksi *Debt to Equity Ratio* (DER), dapat terlihat perbandingan jumlah hutang dibandingkan dengan jumlah ekuitas perusahaan. Perbandingan dari jumlah hutang dan saham tersebut penting untuk diperhatikan karena manajemen harus memastikan bahwa sumber pendanaan eksternal yang digunakan perusahaan tidak sepenuhnya terdiri dari hutang atau tidak sepenuhnya terdiri dari saham.

Pemahaman akan struktur modal dapat membantu perusahaan untuk mencegah melambungnya biaya modal. Manajemen haruslah berusaha untuk mengoptimalkan struktur modal perusahaan agar tidak harus mengeluarkan biaya yang tidak semestinya. Investor pun akan lebih memilih untuk berinvestasi pada perusahaan dengan struktur modal optimal dibandingkan perusahaan yang memiliki nilai hutang atau saham yang terlalu besar.

### **Kajian Teori**

***Pecking Order Theory.*** Menurut Brealey *et al.* (2011: 460) *pecking order theory* bermula dari adanya *asymmetric information*. *Asymmetric information* mengacu pada fakta bahwa pihak internal suatu perusahaan (manajer, direksi) mengetahui lebih banyak informasi tentang perusahaan dibandingkan pihak eksternal (investor, bank, kreditor). Ketidaksimetrisan informasi tersebut dapat memengaruhi keputusan pendanaan internal atau eksternal. Hal tersebut menyebabkan adanya *pecking order theory*, yang adalah urutan penggunaan pendanaan.

*Pecking order theory* menyatakan bahwa sumber pendanaan yang akan digunakan pertama adalah dana internal, kalau tidak mencukupi sumber pendanaan yang akan digunakan berikutnya adalah sumber pendanaan dari hutang, dan jika masih tidak mencukupi, opsi sumber dana yang terakhir adalah penerbitan saham (*equity*). Manajer perusahaan akan cenderung lebih memilih untuk mengeluarkan surat hutang daripada menerbitkan saham lebih karena penerbitan saham yang lebih banyak biasanya akan menyebabkan harga saham menjadi di bawah dari nilai sesungguhnya (*undervalued*) karena bertambahnya jumlah lembar saham yang beredar, maka itu, penerbitan surat hutang lebih umum daripada menerbitkan lembar saham dalam jumlah banyak. Selain itu, investor juga tidak akan tertarik untuk membeli saham yang nilainya bersifat *undervalued* (Brealey *et al.*, 2011).

Berdasarkan penjelasan di atas, dapat disimpulkan bahwa *pecking order theory* merupakan urutan penggunaan sumber pendanaan perusahaan yang berawal dari sumber pendanaan internal, penerbitan hutang, dan opsi terakhir berupa penerbitan saham. Berdasarkan *pecking order theory*, perusahaan lebih memilih menggunakan sumber pendanaan internal, dan apabila pendanaan eksternal dibutuhkan, perusahaan akan menerbitkan hutang terlebih dahulu daripada menerbitkan saham karena menerbitkan hutang dianggap lebih aman. Selain itu, menurut Ross *et al.* (2010) penerbitan hutang juga memiliki biaya modal (*cost of capital*) yang lebih rendah dibandingkan dengan penerbitan lembar saham baru. Teori *pecking-order* menjelaskan bahwa tidak adanya *debt to equity ratio* yang optimal dan struktur modal suatu perusahaan tergantung pada sebanyak apa perusahaan tersebut membutuhkan sumber pendanaan eksternal. Perusahaan yang menguntungkan akan lebih sedikit membutuhkan hutang karena perusahaan memiliki arus kas dan sumber dana internal yang besar dan membutuhkan lebih sedikit sumber pendanaan eksternal (Ross *et al.*, 2010).

**Trade-off Theory.** *Trade-off theory* pada *capital structure* mengacu pada bagaimana suatu perusahaan dapat menambahkan hutangnya untuk menaikkan nilai perusahaan dan juga mendapatkan *tax benefits* yang sama besarnya dengan *bankruptcy cost* (Ross *et al.*, 2010). *Tax benefits* yang didapatkan oleh perusahaan artinya pajak yang harus dibayar perusahaan akan lebih rendah. Dengan menggunakan sumber pendanaan hutang, perusahaan harus membayar biaya modal berupa bunga (*interest*) karena bunga merupakan biaya yang dapat dikurangi, hal tersebut dapat menyebabkan pengurangan akan pajak yang harus dibayar perusahaan (Brigham dan Houston, 2019). Selain itu, dengan menaikkan hutang, perusahaan dapat menaikkan nilai perusahaan, tetapi hanya sampai suatu titik tertentu (*optimal borrowing point*) karena jika perusahaan menambah hutang yang terlalu banyak, nilai perusahaan malah akan menurun (Parrino *et al.*, 2018). Hal tersebut dikarenakan oleh hutang yang terlalu banyak akan menyebabkan kenaikan risiko kebangkrutan, yang berarti bahwa adanya kenaikan risiko perusahaan yang harus membayar *bankruptcy cost* (Ross *et al.*, 2010).

*Trade-off theory* disebut *trade-off* karena perusahaan menukar (*trade*) mendapatkan *tax shield* dengan menaikkan risiko kebangkrutannya dengan menambahkan hutangnya (Brigham dan Houston, 2019). Sebuah perusahaan akan terus meminjam karena *tax shield* yang diterima akibat dari adanya beban bunga (*interest*) menguntungkan dan ketika tingkat hutang perusahaan rendah, kemungkinan terjadinya *financial distress* juga rendah, sehingga keuntungan dari menaikkan jumlah hutang lebih banyak daripada kekurangannya (Ross *et al.*, 2010). Sebaliknya, jika tingkat hutang perusahaan tinggi, kemungkinan terjadinya kebangkrutan juga tinggi, sehingga menaikkan jumlah hutang mungkin bukan pilihan terbaik untuk perusahaan karena keuntungan dari menaikkan jumlah hutang akan lebih sedikit daripada risiko dan juga kerugiannya.

### **Kaitan Antar Variabel**

**Asset Structure terhadap Capital Structure.** Menurut Nisfianti dan Handayani (2017) *asset structure* berpengaruh positif terhadap *capital structure*. Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi struktur aset suatu perusahaan, semakin tinggi pula struktur modal perusahaan. Besarnya struktur aset menunjukkan bahwa hutang yang dimiliki perusahaan semakin besar, karena perusahaan cenderung menerbitkan hutang untuk memperoleh aset tetap, sehingga kenaikan aset perusahaan secara langsung dapat menyebabkan kenaikan pada hutang perusahaan yang menyebabkan kenaikan pada struktur modal perusahaan.

Menurut Dewi dan Fachrurrozie (2021) *asset structure* berpengaruh negatif terhadap *capital structure*. Hasil penelitian tersebut menyimpulkan bahwa struktur aset berpengaruh negatif terhadap struktur modal karena semakin tinggi struktur aset suatu perusahaan, semakin menurun struktur modal perusahaan tersebut. Banyaknya aset tetap suatu perusahaan mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki dana yang cukup untuk memperoleh aset tetap dalam jumlah banyak. Hal tersebut berarti bahwa perusahaan memiliki dana internal yang banyak sehingga perusahaan tidak akan terlalu membutuhkan sumber pendanaan eksternal.

Menurut Alfon dan Yanti (2021) *asset structure* tidak berpengaruh negatif terhadap *capital structure*. Sementara itu, menurut Carnevela dan Widyawati (2017) *asset structure* tidak berpengaruh positif terhadap *capital structure*. Hal tersebut berarti bahwa kenaikan atau penurunan pada aset tetap tidak memengaruhi tingkat hutang yang dimiliki perusahaan sehingga tidak berpengaruh terhadap *capital structure*.

**Liquidity terhadap Capital Structure.** Menurut Bhawa dan Dewi (2015) *liquidity* berpengaruh positif terhadap *capital structure*. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin

besar tingkat likuiditas suatu perusahaan, semakin tinggi pula tingkat struktur modal perusahaan tersebut. Semakin tinggi likuiditas perusahaan, semakin mudah untuk perusahaan memperoleh hutang dari investor atau kreditur karena investor atau kreditur tersebut akan lebih percaya ketika meminjamkan dananya kepada perusahaan yang dapat memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan aset lancarnya.

Menurut Dewi dan Fachrurrozie (2021) *liquidity* berpengaruh negatif terhadap *capital structure*. Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi likuiditas suatu perusahaan, struktur modal perusahaan tersebut akan menurun. Hal tersebut disebabkan oleh penurunan dari tingkat hutang yang ada pada struktur modal ketika hutang tersebut dilunasi.

Menurut Adhitya dan Santioso (2020) *liquidity* tidak berpengaruh positif terhadap *capital structure*, sedangkan menurut Adinda *et al.* (2020) *liquidity* tidak berpengaruh negatif terhadap *capital structure*. Hal tersebut menandakan bahwa tingkat likuiditas suatu perusahaan tidak memengaruhi struktur modal. Hasil dari penelitian tersebut sejalan dengan *pecking order theory*, dimana perusahaan akan lebih memilih menggunakan sumber pendanaan internal (*retained earnings*) dibandingkan sumber pendanaan eksternal (saham, hutang).

***Profitability terhadap Capital Structure.*** Menurut Pratama dan Susanti (2019) *profitability* berpengaruh positif terhadap *capital structure*. Hasil tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi laba yang diperoleh, semakin tinggi juga struktur modal perusahaan. Hal tersebut dapat disebabkan oleh bagaimana investor dan kreditur akan lebih ingin menanamkan modal atau meminjamkan dana kepada perusahaan yang memiliki laba yang tinggi karena dianggap menguntungkan dan dapat membayar kewajibannya. Kemudahan memperoleh sumber pendanaan eksternal (saham, hutang) dapat meningkatkan tingkat struktur modal perusahaan.

Menurut Dewi dan Fachrurrozie (2021) *profitability* berpengaruh negatif terhadap *capital structure*. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi laba perusahaan, semakin sedikit sumber pendanaan eksternal yang akan dibutuhkan perusahaan sehingga akan menurunkan tingkat struktur modal. Hal tersebut disebabkan oleh ketika suatu perusahaan memperoleh laba yang tinggi, perusahaan tersebut akan dapat menjalankan kegiatan operasinya tanpa menggunakan sumber pendanaan eksternal karena memiliki dana internal yang cukup untuk menjalankan kegiatan operasinya.

Menurut Nisfianti dan Handayani (2017) *profitability* tidak berpengaruh positif terhadap *capital structure*, sedangkan menurut Alfon dan Yanti (2021) *profitability* tidak berpengaruh negatif terhadap *capital structure*. Hasil dari penelitian tersebut menyimpulkan bahwa tingkat profitabilitas suatu perusahaan tidak dapat memengaruhi struktur modal perusahaan. Hal tersebut karena investor dan kreditur menanamkan modal dan meminjamkan dana kepada perusahaan berdasarkan rencana bisnis jangka panjang perusahaan dan bukan karena tingkat profitabilitas perusahaan dalam jangka pendek saja.

***Business Risk terhadap Capital Structure.*** Menurut Munandar *et al.* (2019) *business risk* berpengaruh positif terhadap *capital structure*. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa peningkatan risiko bisnis menyebabkan adanya peningkatan pada struktur modal perusahaan. Kenaikan risiko bisnis suatu perusahaan akan menyebabkan perusahaan untuk membutuhkan hutang jangka panjang sebagai cara menurunkan risiko bisnis jangka panjang agar dapat menjaga keberlangsungan perusahaan.

Menurut Darman (2019) *business risk* berpengaruh negatif terhadap *capital structure*. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa perusahaan yang mengalami kenaikan risiko bisnis akan menghindari menggunakan sumber pendanaan eksternal sehingga akan terjadi penurunan struktur modal. Hal tersebut dikarenakan oleh jika risiko bisnis suatu perusahaan

tinggi, terdapat kemungkinan perusahaan tidak dapat melunasi kewajibannya sehingga perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi cenderung menghindari menggunakan sumber pendanaan eksternal.

Menurut Bhawa dan Dewi (2015) *business risk* tidak berpengaruh positif terhadap *capital structure*, sedangkan menurut Adinda *et al.* (2020) *business risk* tidak berpengaruh positif terhadap *capital structure*. Hasil dari penelitian tersebut menjelaskan bahwa risiko bisnis adalah sebuah risiko atau ketidakpastian, sehingga tidak bisa diperkirakan. Berdasarkan penelitian tersebut, risiko bisnis yang bersifat tidak pasti dan terlalu sering serta mudah untuk berubah-ubah tidak dapat memengaruhi struktur modal.

***Asset Structure terhadap Capital Structure dengan Firm Size sebagai variabel moderasi.*** Menurut Zulvia dan Linda (2019) *firm size* dapat memoderasi pengaruh *asset structure* terhadap *capital structure*. Ukuran perusahaan dapat memoderasi pengaruh struktur aset terhadap struktur modal karena jika suatu perusahaan memiliki ukuran yang besar, perusahaan tersebut dapat memperoleh sumber pendanaan eksternal dengan lebih mudah. Hal tersebut dikarenakan ukuran perusahaan diukur dari seberapa banyak aset yang dimiliki perusahaan. Semakin banyak aset yang dimiliki suatu perusahaan, semakin banyak juga aset tetap yang dapat dijadikan kolateral ketika memperoleh sumber pendanaan eksternal, terutama hutang.

Menurut Dewi dan Fachrurrozie (2021) *firm size* tidak dapat memoderasi pengaruh *asset structure* terhadap *capital structure*. Ukuran perusahaan tidak dapat memoderasi pengaruh struktur aset terhadap struktur modal karena perusahaan yang berukuran besar cenderung memiliki dana internal (*retained earnings*) yang lebih banyak. Dana internal yang banyak berarti bahwa perusahaan tidak terlalu membutuhkan sumber pendanaan eksternal.

***Liquidity terhadap Capital Structure dengan Firm Size sebagai variabel moderasi.*** Menurut Dewi dan Fachrurrozie (2021) *firm size* mampu memoderasi pengaruh *liquidity* terhadap *capital structure*. Ukuran perusahaan mampu memoderasi pengaruh likuiditas terhadap struktur modal karena semakin besar ukuran suatu perusahaan, semakin besar juga tingkat likuiditas perusahaan tersebut. Tingginya tingkat likuiditas suatu perusahaan berarti bahwa perusahaan mampu melunasi hutang jangka pendeknya dengan aset lancarnya. Pelunasan hutang jangka pendek tersebut menyebabkan struktur modal untuk menurun.

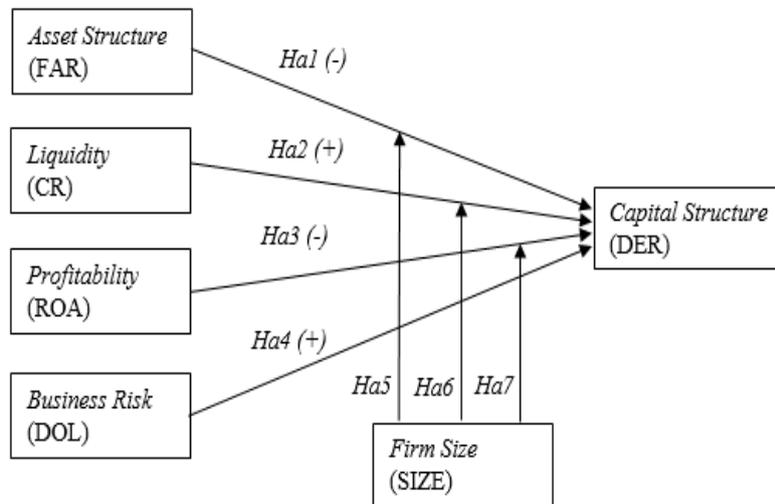
Menurut Anum (2018) *firm size* tidak mampu memoderasi pengaruh *liquidity* terhadap *capital structure*. Ukuran perusahaan tidak mampu memoderasi pengaruh likuiditas terhadap struktur modal karena perusahaan yang besar belum tentu memiliki tingkat likuiditas yang tinggi. Hal tersebut akan menyebabkan perusahaan untuk tetap membutuhkan sumber pendanaan eksternal.

***Profitability terhadap Capital Structure dengan Firm Size sebagai variabel moderasi.*** Menurut Safitri dan Akhmadi (2017) *firm size* mampu memoderasi pengaruh *profitability* terhadap *capital structure*. Ukuran perusahaan mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal karena semakin besar ukuran suatu perusahaan, semakin besar juga profitabilitas perusahaan tersebut. Hal tersebut akan menyebabkan perusahaan untuk lebih memilih menggunakan dana internal (*retained earnings*) yang telah disisihkan dari laba bersih yang telah diperoleh perusahaan sehingga perusahaan tidak memerlukan sumber pendanaan eksternal.

Menurut Dewi dan Fachrurrozie (2021) *firm size* tidak mampu memoderasi pengaruh *profitability* terhadap *capital structure*. Ukuran perusahaan tidak mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal karena ukuran suatu perusahaan tidak selalu menjamin bahwa perusahaan tersebut akan memiliki profitabilitas yang tinggi. Jika terdapat perusahaan yang besar dengan profitabilitas yang rendah, perusahaan tersebut tidak akan

memiliki dana internal (*retained earnings*) yang cukup untuk digunakan untuk mendanai seluruh kebutuhan operasinya sehingga perusahaan akan tetap membutuhkan sumber pendanaan eksternal.

Berdasarkan uraian di atas, model kerangka pemikiran yang digunakan dalam penelitian adalah sebagai berikut:



Gambar 1.  
Kerangka Pemikiran

Perumusan hipotesis berdasarkan model penelitian pada Gambar 1 adalah:

Ha<sub>1</sub>: *Asset structure* berpengaruh negatif terhadap *capital structure*.

Ha<sub>2</sub>: *Liquidity* berpengaruh positif terhadap *capital structure*.

Ha<sub>3</sub>: *Profitability* berpengaruh negatif terhadap *capital structure*.

Ha<sub>4</sub>: *Business risk* berpengaruh positif terhadap *capital structure*.

Ha<sub>5</sub>: *Firm size* mampu memoderasi pengaruh *asset structure* terhadap *capital structure*.

Ha<sub>6</sub>: *Firm size* mampu memoderasi pengaruh *liquidity* terhadap *capital structure*.

Ha<sub>7</sub>: *Firm size* mampu memoderasi pengaruh *profitability* terhadap *capital structure*.

### Metodologi

Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian kuantitatif. Data kuantitatif yang digunakan dalam penelitian ini adalah data keuangan perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2016-2020. Populasi penelitian sebanyak 202 perusahaan dan penelitian ini menggunakan *purposive sampling* untuk membatasi jumlah sampel. Kriteria yang digunakan adalah 1) Perusahaan menyajikan laporan keuangan yang berakhir tanggal 31 Desember, dan 2) Perusahaan memperoleh laba secara berturut-turut.

Tabel 1. Operasionalisasi Variabel

Variabel	Proksi	Skala	Sumber
<i>Capital Structure</i>	$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$	Rasio	(Dewi dan Fachrurrozie, 2021)
<i>Asset</i>	$FAR = \frac{\text{Total Fixed Assets}}{\text{Total Assets}}$	Rasio	(Dewi dan Fachrurrozie,

<i>Structure</i>				2021)
<i>Liquidity</i>	$CR = \frac{\text{Total Current Assets}}{\text{Total Current Liabilities}}$	Rasio		(Dewi dan Fachrurrozie, 2021)
<i>Profitability</i>	$ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}}$	Rasio		(Dewi dan Fachrurrozie, 2021)
<i>Business Risk</i>	$DOL = \frac{\% \text{ Change in EBIT}}{\% \text{ Change in Sales}}$	Rasio		(Dewi dan Fachrurrozie, 2021)
<i>Firm Size</i>	$SIZE = Ln(\text{Total Assets})$	Rasio		(Munandar <i>et al.</i> , 2019)

### Hasil Uji Statistik dan Kesimpulan

Data pada penelitian ini diolah dengan *Microsoft Excel 2019* dan *Eviews 12*. Pengujian pertama yang dilakukan pada penelitian ini adalah pengujian pemilihan model estimasi, dimana terdapat tiga model penelitian *fixed effect model*, *common effect model*, dan *random effect model*, sehingga perlu diuji model yang mana yang paling tepat untuk penelitian ini. Pengujian berikutnya yang dilakukan dalam penelitian ini adalah uji *Adjusted R-squared*, uji F dan uji t. Untuk menguji moderasi pada penelitian ini, dilakukan *Moderated Regression Analysis*. Berikut hasil dari uji pemilihan model estimasi:

Tabel 2. Hasil Uji Model Estimasi

Pengujian	Persamaan 1		Persamaan 2	
	Probabilitas	Kesimpulan	Probabilitas	Kesimpulan
Uji Chow	0,0000	<i>Fixed Effect Model</i>	0,0000	<i>Fixed Effect Model</i>
Uji Hausman	0,0000	<i>Fixed Effect Model</i>	0,0000	<i>Fixed Effect Model</i>
Uji Lagrange Multiplier	-	-	-	-

Berdasarkan hasil Tabel 2, model yang paling tepat digunakan untuk penelitian ini adalah *Fixed Effect Model*.

Tabel 3. Hasil Uji Hipotesis Persamaan 1

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-14,20986	2,91485	-4,87498	0,0000
FAR	-1,60238	0,31386	-5,10546	0,0000
CR	-0,00159	0,00079	-2,00268	0,0468
ROA	-2,15450	0,71876	-2,99754	0,0031
DOL	0,00132	0,00121	1,09456	0,2752
SIZE	0,54027	0,09867	5,47547	0,0000

Berdasarkan hasil Tabel 3, persamaan regresi linear berganda pada persamaan 1 adalah:  
 $DER = -14,20986 - 1,60238 FAR - 0,00159 CR - 2,15450 ROA + 0,00132 DOL + 0,54027 SIZE + \epsilon$

Tabel 4. Hasil Uji Hipotesis Persamaan 2

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

C	-11,91614	3,26708	-3,64734	0,0004
FAR	-8,48761	4,94577	-1,71614	0,0880
CR	0,21559	0,09537	2,26054	0,0251
ROA	-10,13869	12,17202	-0,83295	0,4060
DOL	0,00134	0,00121	1,10823	0,2693
SIZE	0,46337	0,11129	4,16370	0,0000
FAR*SIZE	0,23466	0,17156	1,36782	0,1732
CR*SIZE	-0,00812	0,00356	-2,27966	0,0239
ROA*SIZE	0,27399	0,41731	0,65657	0,5124

Berdasarkan Tabel 4, persamaan *Moderated Regression Analysis* adalah:

$$DER = -11,91614 - 8,48761 FAR + 0,21559 CR - 10,13869 ROA + 0,00134 DOL + 0,46337 SIZE + 0,23466 FAR*SIZE - 0,00812 CR*SIZE + 0,27399 ROA*SIZE + \epsilon$$

Tabel 5. Hasil Uji Koefisien Determinasi Berganda, *Moderated Regression Analysis*

	<i>Adjusted R-squared</i>
FAR, CR, ROA, DOL, SIZE → DER	0,82150
FAR, CR, ROA, DOL, SIZE, FAR*SIZE, CR*SIZE, ROA*SIZE → DER	0,82500

Hasil pengujian *Adjusted R-squared* menghasilkan koefisien sebesar 0,82150 atau 82,150% untuk Persamaan 1 dan 0,82500 atau 82,50% untuk Persamaan 2. Koefisien *Adjusted R-squared* yang lebih mendekati 1 mengindikasikan bahwa variabel independen memiliki pengaruh terhadap variabel dependen sementara jika koefisien lebih mendekati 0 maka berarti bahwa variabel independen tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen. Karena koefisien *Adjusted R-squared* penelitian ini sebesar 0,82150 dan 0,82500 yang lebih mendekati 1, maka berarti bahwa variabel independen dalam penelitian ini memiliki pengaruh terhadap variabel dependen.

Pengujian lain yang termasuk dalam pengujian hipotesis pada penelitian ini adalah Uji F dan Uji t. Hasil dari uji F (*F-statistics*) adalah 0,0000. Hasil tersebut lebih kecil daripada 0,05 yang berarti bahwa secara simultan seluruh variabel pada Persamaan 1 dan Persamaan 2 memiliki pengaruh terhadap variabel dependen *Capital Structure* (DER).

Berdasarkan hasil uji t Persamaan 2 pada Tabel 4, *Asset Structure* (FAR) memiliki koefisien negatif sebesar -8,4876 dan probabilitas sebesar 0,0880 yang berarti bahwa *asset structure* tidak memiliki pengaruh negatif terhadap *capital structure* karena probabilitas lebih besar dari 0,05 sehingga  $H_{a1}$  tidak diterima. *Liquidity* (CR) memiliki koefisien positif sebesar 0,2156 dan probabilitas sebesar 0,0251 yang berarti bahwa *liquidity* memiliki pengaruh positif terhadap *capital structure* karena probabilitas lebih kecil dari 0,05 sehingga  $H_{a2}$  diterima. *Profitability* (ROA) memiliki koefisien negatif sebesar -10,1387 dan probabilitas sebesar 0,4060 yang berarti bahwa *profitability* tidak memiliki pengaruh negatif terhadap *capital structure* karena probabilitas lebih besar dari 0,05 sehingga  $H_{a3}$  tidak diterima. *Business Risk* (DOL) memiliki koefisien positif sebesar 0,0013 dan probabilitas sebesar 0,2693 yang berarti bahwa *business risk* tidak memiliki pengaruh positif terhadap *capital structure* karena probabilitas lebih besar dari 0,05 sehingga  $H_{a4}$  tidak diterima. *Firm Size* (SIZE) memiliki

koefisien positif sebesar 0,4634 dan probabilitas sebesar 0,0000 yang berarti bahwa *firm size* memiliki pengaruh positif terhadap *capital structure* karena probabilitas lebih kecil dari 0,05.

Hasil *asset structure* dengan moderasi *Firm Size* ( $FAR*SIZE$ ) memiliki koefisien positif sebesar 0,2347 dan probabilitas sebesar 0,1732 yang berarti bahwa *firm size* tidak mampu memoderasi pengaruh *asset structure* terhadap *capital structure* karena probabilitas lebih besar dari 0,05 sehingga  $H_{a5}$  tidak diterima. Hasil *liquidity* dengan moderasi *Firm Size* ( $CR*SIZE$ ) memiliki koefisien negatif sebesar -0,0081 dan probabilitas sebesar 0,0239 yang berarti bahwa *firm size* mampu memoderasi pengaruh *liquidity* terhadap *capital structure* karena probabilitas lebih kecil dari 0,05 sehingga  $H_{a6}$  diterima. Hasil *profitability* dengan moderasi *Firm Size* ( $ROA*SIZE$ ) memiliki koefisien positif sebesar 0,2740 dan probabilitas sebesar 0,5124 yang berarti bahwa *firm size* tidak mampu memoderasi pengaruh *profitability* terhadap *capital structure* karena probabilitas lebih besar dari 0,05 sehingga  $H_{a7}$  tidak diterima.

## **Diskusi**

*Asset structure* tidak berpengaruh negatif terhadap *capital structure*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Sari *et al.* (2018), Pratama dan Susanti (2019), serta Alfon dan Yanti (2021), tetapi tidak konsisten dengan penelitian Carnevela dan Widyawati (2017) yang menemukan bahwa *asset structure* tidak berpengaruh positif terhadap *capital structure*. Hasil penelitian ini juga tidak konsisten dengan penelitian yang menemukan bahwa *asset structure* berpengaruh positif terhadap *capital structure* yang telah dilakukan oleh Apriyanti dan Sitanggang (2015), Sudarmika dan Sudirman (2015), Nisfianti dan Handayani (2017), Ahmad *et al.* (2017), serta Rubiyana dan Kristanti (2020). Penelitian ini juga tidak konsisten dengan penelitian Anum (2018), Zulvia dan Linda (2019), Adhitya dan Santioso (2020), serta Dewi dan Fachrurrozie (2021) yang menemukan bahwa *asset structure* berpengaruh negatif terhadap *capital structure*.

*Asset structure* tidak memiliki pengaruh negatif terhadap *capital structure*. Hasil tersebut berarti bahwa kenaikan ataupun penurunan yang terjadi pada tingkat aset tetap perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap tingkat sumber pendanaan eksternal (hutang atau saham) perusahaan. Tidak adanya pengaruh terhadap tingkat hutang atau saham menyebabkan tidak adanya pengaruh pada *capital structure*. Hal tersebut disebabkan oleh karena perusahaan tidak selalu menggunakan sumber pendanaan eksternal untuk memperoleh aset tetap. Perusahaan dengan tingkat sumber pendanaan internal (*retained earnings*) yang tinggi akan lebih memilih untuk menggunakan sumber pendanaan internal tersebut dibandingkan sumber pendanaan eksternal.

*Liquidity* berpengaruh positif terhadap *capital structure*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Bhawa dan Dewi (2015) yang juga menemukan bahwa *liquidity* memiliki pengaruh positif terhadap *capital structure*. Penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Widayanti *et al.* (2016), Ahmad *et al.* (2017), Sari *et al.* (2018), Anum (2018), Pratama dan Susanti (2019), Wahyugianto dan Hidayat (2019), Alfon dan Yanti (2021), serta Dewi dan Fachrurrozie (2021) yang menemukan bahwa *liquidity* berpengaruh negatif terhadap *capital structure*. Penelitian ini juga tidak konsisten dengan penelitian Adinda *et al.* (2020) dan Zulkarnain (2020) yang menemukan bahwa *liquidity* tidak berpengaruh negatif terhadap *capital structure* dan penelitian ini juga tidak konsisten dengan penelitian Adhitya dan Santioso (2020) yang menemukan bahwa *liquidity* tidak berpengaruh positif terhadap *capital structure*.

*Liquidity* memiliki pengaruh positif terhadap *capital structure*. Hal tersebut berarti bahwa semakin tinggi likuiditas suatu perusahaan, semakin tinggi hutang perusahaan. Semakin tinggi likuiditas perusahaan, semakin mudah pula untuk perusahaan memperoleh sumber pendanaan

hutang, terutama hutang jangka pendek. Tingkat likuiditas yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan sangat baik dalam melunasi hutang jangka pendeknya karena perusahaan memiliki aset lancar yang tinggi sehingga dapat digunakan untuk melunasi hutang jangka pendek tersebut dalam jangka waktu kurang dari satu tahun. Kemudahan dalam memperoleh hutang akan mendorong perusahaan untuk menggunakan lebih banyak sumber pendanaan hutang jangka pendek. Kenaikan pada hutang jangka pendek akan menyebabkan kenaikan pada total hutang, yang kemudian akan menyebabkan kenaikan pada struktur modal.

*Profitability* tidak berpengaruh negatif terhadap *capital structure*. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil dari penelitian yang telah dilakukan oleh Anum (2018), Wahyugianto dan Hidayat (2019), serta Alfon dan Yanti (2021) yang juga menemukan bahwa *profitability* tidak berpengaruh negatif terhadap *capital structure*. Penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Widayanti *et al.* (2016), Nisfianti dan Handayani (2017), Zulvia dan Linda (2019), Rubiyana dan Kristanti (2020), serta Zulkarnain (2020) yang mendapatkan bahwa *profitability* tidak berpengaruh positif terhadap *capital structure*. Penelitian ini juga tidak konsisten dengan penelitian Bhawa dan Dewi (2015), Ahmad *et al.* (2017), Sari *et al.* (2018), Adinda *et al.* (2020), Adhitya dan Santioso (2020), serta Dewi dan Fachrurrozie (2021) yang mendapatkan bahwa *profitability* berpengaruh negatif terhadap *capital structure* dan penelitian ini juga tidak konsisten dengan penelitian Safitri dan Akhmadi (2017), serta Pratama dan Susanti (2019) yang mendapatkan bahwa *profitability* berpengaruh positif terhadap *capital structure*.

*Profitability* tidak berpengaruh negatif terhadap *capital structure*. Hal tersebut berarti bahwa perubahan yang terjadi pada *profitability* suatu perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap *capital structure*. Pada umumnya para investor akan menanamkan modal dan para kreditur akan meminjamkan uang kepada perusahaan berdasarkan rencana bisnis jangka panjang suatu perusahaan dan tidak hanya melihat tingkat profitabilitas perusahaan pada saat tertentu saja. Tingkat profitabilitas perusahaan tidak dapat memengaruhi struktur modal perusahaan karena perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi pada satu periode tertentu tidak menjamin perusahaan akan memperoleh profitabilitas tinggi pada periode berikutnya. Mengingat hal tersebut, investor dan kreditur akan menggunakan hal-hal lain sebagai pertimbangan ketika ingin melakukan penanaman modal atau meminjamkan uang, tidak hanya melihat tingkat profitabilitas.

*Business Risk* tidak berpengaruh positif terhadap *capital structure*. Hasil tersebut konsisten dengan hasil penelitian Bhawa dan Dewi (2015), serta Wahyugianto dan Hidayat (2019) yang juga menemukan bahwa *business risk* tidak berpengaruh positif terhadap *capital structure*. Hasil ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Adinda *et al.* (2020) yang mendapatkan bahwa *business risk* tidak berpengaruh negatif terhadap *capital structure*. Penelitian ini juga tidak konsisten dengan penelitian Apriyanti dan Sitanggang (2015), Anum (2018), serta Munandar *et al.* (2019) yang menemukan bahwa *business risk* berpengaruh positif terhadap *capital structure* dan penelitian ini juga tidak konsisten dengan penelitian Darman (2019) yang menemukan bahwa *business risk* berpengaruh negatif terhadap *capital structure*.

*Business risk* tidak berpengaruh positif terhadap *capital structure*. Hal tersebut karena risiko bisnis merupakan suatu risiko. Sesuatu yang disebut risiko biasanya tidak bisa diperhitungkan atau diperkirakan secara tepat. Ketidakpastian selalu akan ada pada setiap perusahaan. Oleh karena ketidakpastian tidak dapat diperhitungkan dan terlalu sering serta mudah untuk berubah-ubah, risiko bisnis tidak dapat secara langsung memengaruhi tingkat hutang perusahaan.

*Firm size* tidak mampu memoderasi pengaruh *asset structure* terhadap *capital structure*. Hasil tersebut konsisten dengan hasil penelitian Anum (2018), serta Dewi dan Fachrurrozie

(2021) yang juga menemukan bahwa *firm size* tidak mampu memoderasi pengaruh *asset structure* terhadap *capital structure*. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Nisfianti dan Handayani (2017), serta Zulvia dan Linda (2019) yang mendapatkan bahwa *firm size* mampu memoderasi pengaruh *asset structure* terhadap *capital structure*.

*Firm size* tidak dapat memoderasi pengaruh *asset structure* terhadap *capital structure*. Hal tersebut dikarenakan perusahaan yang berukuran besar biasanya memiliki sumber pendanaan internal (*retained earnings*) yang besar untuk memperoleh aset tetap sehingga perusahaan tidak akan membutuhkan sumber pendanaan eksternal berupa hutang maupun saham. Kenaikan atau penurunan yang terjadi pada jumlah aset tetap yang dimiliki perusahaan secara langsung memengaruhi struktur aset perusahaan. Oleh karena perusahaan akan menggunakan sumber pendanaan internal, hal tersebut tidak berpengaruh terhadap tingkat hutang perusahaan sehingga tidak berpengaruh terhadap *capital structure*.

*Firm size* mampu memoderasi pengaruh *liquidity* terhadap *capital structure*. Hasil tersebut konsisten dengan hasil penelitian Dewi dan Fachrurrozie (2021) yang juga menemukan bahwa *firm size* mampu memoderasi pengaruh *liquidity* terhadap *capital structure*. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Anum (2018) yang mendapatkan bahwa *firm size* tidak mampu memoderasi pengaruh *liquidity* terhadap *capital structure*.

*Firm size* dapat memoderasi pengaruh *liquidity* terhadap *capital structure*. Hal tersebut karena semakin besar ukuran suatu perusahaan, semakin besar juga tingkat likuiditas perusahaan tersebut. Besarnya tingkat likuiditas perusahaan akan memengaruhi struktur modal perusahaan karena perusahaan akan banyak menggunakan sumber pendanaan hutang sehingga menyebabkan kenaikan pada struktur modal. Selain hal itu, perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang bagus juga akan sering melunasi hutang jangka pendeknya sehingga menyebabkan penurunan pada struktur modal.

*Firm size* tidak mampu memoderasi pengaruh *profitability* terhadap *capital structure*. Hasil tersebut konsisten dengan hasil penelitian Anum (2018), Zulvia dan Linda (2019), serta Dewi dan Fachrurrozie (2021) yang juga menemukan bahwa *firm size* tidak mampu memoderasi pengaruh *profitability* terhadap *capital structure*. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Safitri dan Akhmadi (2017), serta Nisfianti dan Handayani (2017) yang mendapatkan bahwa *firm size* mampu memoderasi pengaruh *profitability* terhadap *capital structure*.

*Firm size* tidak dapat memoderasi pengaruh *profitability* terhadap *capital structure*. Hal tersebut karena ukuran suatu perusahaan tidak selalu menjamin tingkat profitabilitas yang tinggi bagi perusahaan. Tingkat profitabilitas yang rendah akan membuat perusahaan untuk membutuhkan dan menggunakan sumber pendanaan eksternal seperti hutang dan saham, untuk membantu membiayai operasinya. Peningkatan pada penggunaan sumber pendanaan eksternal akan menyebabkan kenaikan pada struktur modal perusahaan.

## **Penutup**

Penelitian ini memiliki keterbatasan berupa variabel yang diuji terhadap *capital structure* hanya *asset structure*, *liquidity*, *profitability* dan *business risk*, periode singkat hanya empat tahun dan variabel moderasi yang digunakan hanya *firm Size*. Saran untuk peneliti berikutnya adalah untuk menambah variabel lain yang diduga dapat memengaruhi *capital structure* seperti *asset growth*, *sales growth*, dan *leverage*, menambah jumlah periode penelitian menjadi sepuluh tahun terakhir agar hasil penelitian dapat mencerminkan cakupan yang lebih luas dan menggunakan variabel moderasi lainnya seperti *interest* dan *firm growth*.

**Daftar Rujukan**

- Adhitya, E., & Santioso, L. (2020). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Size, Struktur Aktiva dan Volatilitas Laba Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi Tarumanagara*, 2(1), 348-357.
- Alfon, & Yanti. (2021). Pengaruh Pertumbuhan Penjualan, Profitabilitas, Struktur Aktiva, Ukuran, dan Likuiditas Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, 3(1), 417-425.
- Anum, F. (2018). Analysis Factors of Affecting Capital Structure with Firm Size as Moderating Variable in Consumer Goods Companies Listed on BEI. *International Journal of Public Budgeting, Accounting and Finance*, 1(2), 1-8.
- Bhawa, I. B. M. D., & Dewi, M. R. (2015). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Likuiditas, Profitabilitas, dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Perusahaan Farmasi. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 4(7), 1949-1966.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance. Tenth Edition*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of Financial Management. Fifteenth Edition*. Boston: Cengage.
- Darman. (2019). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Properti dan Real Estate Yang Terdaftar di BEI Pada Tahun 2013-2017. *Jurnal Eko dan Bisnis (Riau Economics and Business Review)*, 10(2), 215-224.
- Dewi, C. R., & Fachrurrozie. (2021). The Effect of Profitability, Liquidity, and Asset Structure on Capital Structure with Firm Size as Moderating Variable. *Accounting Analysis Journal*, 10(1), 32-38. <http://doi.org/10.15294/aaj.v10i1.44516>
- Munandar, A., Pratiwi, A., & Hasan, I. (2019). Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Pabrik Kertas PT. Tjiwi Kimia Tbk Periode 2013-2018. *SULTANIST: Jurnal Manajemen dan Keuangan*, 7(2), 53-61.
- Nisfianti, R., & Handayani, N. (2017). Pengaruh Struktur Aktiva dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal: Ukuran Perusahaan sebagai Pemoderasi. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 6(2), 667-682.
- Parrino, R., Bates, T. W., Gillan, S. L., & Kidwell, D. S. (2018). *Fundamentals of Corporate Finance. Fourth Edition*. Danvers: John Wiley & Sons, Inc.
- Pratama, H., & Susanti, M. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Struktur Aktiva, Pertumbuhan Aktiva, Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, 1(4), 1076-1084.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2010). *Fundamentals of Corporate Finance. Ninth Edition*. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Safitri, & Akhmadi. (2017). Pengaruh Profitabilitas dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Struktur Modal dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderating. *SAINS: Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 9(2), 265-286.
- Zulvia, Y., & Linda, M. R. (2019). The Determinants of Capital Structure in Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange with the Firms' Size as a Moderating Variable. *International Conference on Economics, Education, Business and Accounting*, 1(1), 715-735. <http://doi.org/10.18502/kss.v3i11.4046>