

Determinan Struktur Modal pada Perusahaan Sub Sektor Makanan dan Minuman di BEI 2020-2024

Pingkan Mulyani¹, Bara Zaretta², Agus Prayitno³, Amalia Nur Chasanah⁴

Manajemen, Universitas Dian Nuswantoro, Indonesia

211202207856@mhs.dinus.ac.id¹, bara.zaretta@dsn.dinus.ac.id²,

agus.prayitno@dsn.dinus.ac.id³, amalia.nurchasanah@dsn.dinus.ac.id⁴

ABSTRACT

This study aims to analyze the influence of company characteristics on capital structure, as proxied by short-term leverage, long-term leverage, and total leverage. The independent variables used include company size, profitability as proxied by ROA, tangible assets (tangibility), company growth (growth), and company risk (risk). This study uses panel data with 150 company observations during the study period and is analyzed using a panel data regression method with the Fixed Effect Model (FEM) approach as the best model. The results show that company size has a negative and significant effect on all capital structure proxies, namely short-term leverage, long-term leverage, and total leverage. Tangible assets have a significant negative effect on short-term leverage and total leverage, but have no significant effect on long-term leverage. Company risk has a significant positive effect on short-term leverage and total leverage, but has no significant effect on long-term leverage. Meanwhile, profitability and company growth do not show a significant effect on all capital structure proxies. The adjusted R-squared value indicates that the model has a fairly good ability to explain variations in company capital structure. These findings indicate that a company's capital structure decisions are more influenced by company size, risk, and asset characteristics than by profitability and company growth factors.

Keywords: Capital Structure, Leverage, Firm Size, Tangibility, Risk

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh karakteristik perusahaan terhadap struktur modal yang diproksikan melalui *short-term leverage*, *long-term leverage*, dan *total leverage*. Variabel independen yang digunakan meliputi ukuran perusahaan (*size*), profitabilitas yang diproksikan dengan ROA, aset berwujud (*tangibility*), pertumbuhan perusahaan (*growth*), serta risiko perusahaan (*risk*). Penelitian ini menggunakan data panel dengan jumlah 150 observasi perusahaan selama periode penelitian dan dianalisis menggunakan metode regresi data panel dengan pendekatan *Fixed Effect Model* (FEM) sebagai model terbaik. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap seluruh proksi struktur modal, yaitu *short-term leverage*, *long-term leverage*, dan *total leverage*. Aset berwujud (*tangibility*) berpengaruh signifikan negatif terhadap *short-term leverage* dan *total leverage*, namun tidak berpengaruh signifikan terhadap *long-term leverage*. Risiko perusahaan (*risk*) berpengaruh signifikan positif terhadap *short-term leverage* dan *total leverage*, tetapi tidak berpengaruh signifikan terhadap *long-term leverage*. Sementara itu, profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap seluruh proksi struktur modal. Nilai *adjusted R-squared* menunjukkan bahwa model memiliki kemampuan yang cukup baik dalam menjelaskan variasi struktur modal perusahaan. Temuan ini mengindikasikan bahwa keputusan struktur modal perusahaan lebih dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, risiko, dan karakteristik aset

dibanding faktor profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan.

Kata Kunci: Struktur Modal, Leverage, Ukuran Perusahaan, Tangibility, Risiko

PENDAHULUAN

Sebagai negara berkembang, Indonesia memiliki potensi pertumbuhan ekonomi yang kuat, yang didukung oleh keberhasilan beberapa sektor industri. Meningkatnya aktivitas semua usaha kecil, menengah, dan besar di sektor manufaktur merupakan salah satu tanda ekspansi ini. Dalam hal ini, keberlanjutan dan pertumbuhan perusahaan sangat bergantung pada kekuatan modalnya. Laba ditahan dan sumber internal lainnya, serta sumber eksternal seperti utang dan penerbitan saham, dapat menyediakan modal bagi perusahaan. Akibatnya, struktur modal memainkan peran penting dalam menjaga keseimbangan antara pendanaan internal dan eksternal, sehingga bisnis dapat berjalan efisien dan berkelanjutan. Stabilitas keuangan perusahaan, risiko kebangkrutan, dan kepercayaan investor dan kreditor terhadap kinerjanya akan meningkat dengan struktur modal yang dikelola dengan baik (Damayanti et al., 2024).

Perkembangan pesat industri makanan dan minuman mendorong perusahaan melakukan ekspansi, inovasi, serta peningkatan kapasitas produksi, untuk itu membutuhkan pendanaan memadai, baik internal maupun eksternal. Banyaknya perusahaan subsektor ini yang tercatat di BEI memperlihatkan tingginya pemanfaatan pasar modal sebagai sumber dana, maka dari hal tersebut keputusan struktur modal adalah hal yang sifatnya vital karena berkaitan dengan keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian perusahaan.



Gambar 1 Grafik Tren Data Pertumbuhan Industri Makanan Dan Minuman Tahun 2011 – 2025

Sumber: <https://www.dataindustri.com>

Berdasarkan Gambar 1, menunjukkan fluktuasi yang mencerminkan sensitivitas terhadap dinamika ekonomi dan kondisi global. Setelah mencapai pertumbuhan tinggi pada 2011–2012, industri mengalami penurunan pada 2013 akibat perlambatan ekonomi dan perubahan pola konsumsi, kemudian relatif stabil pada periode 2014–2019. Penurunan paling tajam terjadi pada 2020 sebagai dampak pandemi COVID-19 dimana telah mengakibatkan gangguan kepada daya beli dan rantai pasok. Selanjutnya, periode 2021–2023 menunjukkan pemulihan bertahap, meskipun belum mencapai level tertinggi sebelumnya, sementara proyeksi 2024–2025 mengindikasikan pertumbuhan yang lebih stabil seiring adaptasi pasca-pandemi, inovasi produk, dan peningkatan efisiensi, sehingga prospek jangka panjang industri tetap menjanjikan.



Gambar 2 Grafik Tren Data PDB Industri Makanan Dan Minuman Tahun 2010 – 2025

Sumber: <https://www.dataindustri.com>

Berdasarkan Gambar 2, tren PDB industri makanan dan minuman periode 2010–2025 menunjukkan pertumbuhan yang relatif konsisten dan stabil, menegaskan perannya sebagai sektor penopang ekonomi karena berkaitan dengan kebutuhan dasar masyarakat. Meskipun terdapat fluktuasi kecil dan dampak pandemi pada 2020, sektor ini mampu pulih dan kembali tumbuh pada 2021–2024. Proyeksi tahun 2025 menunjukkan pertumbuhan yang berlanjut meski lebih moderat, mencerminkan optimisme terhadap perkembangan industri yang didorong oleh inovasi, peningkatan daya beli, dan ekspansi usaha, sekaligus menunjukkan potensi investasi yang tetap menjanjikan.

Pertumbuhan industri makanan dan minuman yang stabil sepanjang 2010–2025 menunjukkan potensi jangka panjang yang menjanjikan. Kondisi ini mendorong perusahaan untuk mengatur struktur modal secara optimal agar mampu membiayai inovasi, ekspansi, dan efisiensi distribusi sambil tetap menjaga stabilitas keuangan. Investor diberi tahu bahwa kinerja dan prospek perusahaan akan menguntungkan berdasarkan struktur modalnya, yang berkorelasi dengan jumlah utang (Rahmadani & Setiawan, 2024). Meskipun industri makanan dan minuman menunjukkan pertumbuhan cenderung stabil sebagaimana tercermin dalam peningkatan PDB, kondisi tersebut tidak serta merta menjamin bahwa setiap perusahaan dalam subsektor ini mampu mengelola keuangannya secara optimal. Pertumbuhan industri justru mendorong perusahaan untuk meningkatkan kapasitas produksi dan ekspansi usaha, yang pada akhirnya membutuhkan keputusan pendanaan yang tepat.

Dalam kondisi tersebut, perusahaan dihadapkan pada pilihan dalam menentukan sumber pendanaan, baik melalui dana internal maupun eksternal. Keputusan ini berkaitan erat dengan struktur modal perusahaan. Fenomena ini dapat dilihat pada PT Mayora Indah Tbk yang merilis obligasi hingga Rp827,5 miliar dalam memenuhi kebutuhan modal kerja perusahaan (Bursa, 2025). Selain itu, perusahaan juga menghadapi kewajiban dalam mengelola utang yang dimiliki, seperti pembayaran bunga dan pokok obligasi yang jatuh tempo sebesar Rp295 miliar (Neraca, 2025). Kondisi itu memperlihatkan bahwasanya pemanfaatan utang pada struktur modal bukan berkaitan hanya kepada pemenuhan kebutuhan dana, namun juga menimbulkan risiko keuangan yang harus dikelola dengan baik. Fenomena penggunaan utang juga terjadi pada perusahaan lain dalam subsektor yang sama, seperti PT Indofood Sukses Makmur Tbk yang memanfaatkan penerbitan obligasi bagi keperluan pendanaan serta perluasan usaha (News, 2023). Dengan demikian, perbedaan kebijakan pendanaan antar perusahaan memperlihatkan bahwasanya pengelolaan struktur modal masih berperan sebagai permasalahan yang krusial

dalam perusahaan.

Menurut Kasmir (2014), tingkat utang perusahaan memengaruhi manajemen ekuitas dan digunakan untuk memperkirakan struktur modal. Investor akan kurang cenderung mengambil risiko di masa depan, sehingga lebih sulit bagi bisnis dengan utang yang signifikan untuk menarik investor. Meskipun beberapa bisnis memiliki banyak utang, investor tetap melakukan investasi (Rahmadani & Setiawan, 2024). Struktur modal dari perusahaan dalam subsektor makanan dan minuman dalam konteks ini sangatlah dipengaruhi karakteristik internal perusahaan, seperti profitabilitas (ROA), aset berwujud (*Tangibility*), ukuran perusahaan (*Size*), pertumbuhan perusahaan (*Growth*), serta risiko perusahaan (*Risk*). Ukuran perusahaan sering dijadikan indikator penting sebab kemampuan perusahaan lebih besar cenderung baik dalam mengakses pembiayaan eksternal dan dianggap lebih stabil oleh investor (Asih et al., 2025; Stoiljković et al., 2023). Profitabilitas dengan pengukuran melalui ROA, merepresentasikan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan dari total asetnya, dimana secara teoritis dapat memengaruhi keputusan pendanaan internal maupun eksternal (Hamid & Kristanti, 2025).

Selain itu, aset berwujud (*Tangibility*) menjadi pertimbangan penting dalam struktur modal karena berfungsi sebagai jaminan utang, sehingga memengaruhi tingkat *leverage* yang digunakan perusahaan (Anggraini & Lestari, 2024; Givari et al., 2024). Pertumbuhan perusahaan (*Growth*) turut berperan sebagai faktor relevan, sebab perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi mungkin memerlukan struktur pendanaan yang berbeda dibanding perusahaan dengan pertumbuhan stabil (Awaliyah et al., 2021). Risiko perusahaan (*Risk*) turut memengaruhi struktur modal, terutama terkait ketidakpastian arus kas serta kapabilitas sebuah perusahaan untuk menjalankan kewajiban keuangan yang sifatnya jangka panjang (Stoiljković et al., 2023).

Hasil dari studi sebelumnya memperlihatkan temuan beragam. Suhardjo et al. (2022) mengungkapkan hasil tidak adanya pengaruh secara signifikan dari profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal, namun didapatkan pengaruh dari likuiditas. Sebaliknya, Anggraini & Lestari (2024) didapatkan hasil yaitu terdapatnya pengaruh positif dari ukuran perusahaan serta *tangibility* terhadap struktur modal, sedangkan untuk profitabilitas didapatkan adanya pengaruh negatif. Perbedaan hasil itu menandakan keberadaan *research gap* dimana masih harus melalui pengkajian lebih mendalam, khususnya pada subsektor makanan dan minuman.

Penelitian ini mereplikasi dan memperluas studi dari Stoiljković et al. (2023) yang menganalisis determinan struktur modal pada perusahaan manufaktur di Serbia. Perbedaan utama terletak pada konteks industri (makanan dan minuman di Indonesia), periode penelitian (2020–2024), serta penggunaan tiga proksi struktur modal (*short-term leverage*, *long-term leverage*, dan *total leverage*) untuk memberikan gambaran yang lebih komprehensif.

Selain itu, periode 2020–2024 dipilih dikarenakan meliputi masa pandemi

COVID-19 hingga pasca pandemi, dimana perusahaan mengalami tekanan ekonomi yang signifikan dan melakukan berbagai penyesuaian dalam strategi keuangan, termasuk dalam menentukan struktur modal. Kondisi ini menjadikan periode tersebut relevan untuk menganalisis bagaimana faktor internal perusahaan memengaruhi keputusan struktur modal dalam situasi dinamis.

Dengan demikian, tujuan dari pelaksanaan penelitian ini yaitu menganalisis pengaruh dari ukuran perusahaan, profitabilitas, tangibility, pertumbuhan, dan risiko terhadap struktur modal perusahaan subsektor makanan dan minuman yang terdaftar di BEI periode 2020–2024. Hasil yang didapat diharap mampu memberikan kontribusi untuk manajemen dalam pengambilan keputusan pendanaan, dan menjadi referensi untuk investor maupun analis keuangan untuk menilai risiko serta kinerja perusahaan.

TINJAUAN PUSTAKA

Trade-Off Theory

Modigliani & Miller (1963) menggagas *trade-off theory* dan diformalkan oleh Kraus & Litzenberger (1973) yang memaparkan struktur modal optimal ditetapkan perusahaan dengan cara menyelaraskan biaya kebangkrutan dengan manfaat pajak hutang. Menurut Myers (1984), perusahaan memiliki rasio utang target yang disesuaikan secara bertahap karena adanya biaya penyesuaian, sehingga rasio utang berada dalam rentang tertentu. Namun, teori ini mendapat kritik karena tidak sepenuhnya mampu menjelaskan perilaku penyesuaian target Shyam-Sunder & Myers (1999) serta adanya perbedaan antara rasio utang aktual dan rasio utang target perusahaan (Myers, 1984).

Pecking Order Theory

Berdasarkan asumsi asimetri informasi, Myers (1984) menjelaskan bahwa penerbitan ekuitas dapat menurunkan harga saham karena dipersepsikan sebagai sinyal ketika harga pasar suatu aset jauh lebih tinggi daripada nilai fundamental sebenarnya, sehingga dalam teori ini perusahaan mengutamakan pembiayaan dari kas internal, selanjutnya utang, dan menjadikan ekuitas sebagai pilihan terakhir. Perusahaan cenderung menjaga tingkat utang tetap rendah untuk mempertahankan kapasitas pinjaman cadangan, dimana perusahaan mapan umumnya mempunyai leverage yang cenderung rendah serta kurang aktif dalam menyesuaikan rasio utangnya (Myers, 1984). Namun, temuan Frank & Goyal (2003) menunjukkan bahwa dalam praktiknya perusahaan sering bergantung pada pembiayaan eksternal sebab tidak selalu cukup dana internal untuk mendanai seluruh peluang investasi.

Struktur Modal

Unsur yang mengendalikan modal disebut struktur modal. Rasio atau keseimbangan utang berjangka panjang, saham biasa, saham preferen, serta utang berjangka pendek permanen dikenal sebagai struktur modal. Kombinasi saham preferen, hutang ditambah dengan ekuitas pada suatu bisnis dimaksudkan dalam

rangka mengatur perolehan modalnya dikenal sebagai struktur modalnya (Kosali, 2022). Sebagai komponen vital dari operasi keuangan suatu bisnis, struktur modal didefinisikan sebagai gambaran pembiayaan yang menampilkan rasio total utang terhadap ekuitas. Menurut Kasmir (2014), struktur modal adalah rasio penilai sebesar apakah utang suatu perusahaan mempengaruhi manajemen aset. Dalam penelitian ini, struktur modal dijadikan variabel dependen karena mencerminkan keputusan pendanaan perusahaan yang dipengaruhi oleh karakteristik internal perusahaan.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dapat diukur melalui nilai pasar saham, total laba, total penjualan, total aset, serta indikator yang lain yang mencerminkan besarnya perusahaan (Heri, 2017; Riyanto, 2015). Ukuran perusahaan yang besar cenderung menunjukkan kinerja yang sukses dan stabil secara finansial, sehingga mampu menarik minat investor (Widiastari & Yasa, 2018). Karena total aset dianggap lebih representatif dibandingkan dengan kapitalisasi pasar atau hasil penjualan yang dipengaruhi fluktuasi pasar, maka perhitungan ukuran perusahaan menggunakan logaritma natural total aset untuk mengurangi pengaruh angka ekstrem antar perusahaan (Ngurah et al., 2016).

Profitabilitas

Kapabilitas sebuah perusahaan mendapatkan profit keuntungan dalam suatu periode dinyatakan dengan profitabilitas, yang mana diukur melalui ROE, ROA, serta margin laba bersih untuk menilai efektivitas manajemen menggunakan aset (Sudjiman, 2022). Profitabilitas tinggi menarik investor dan mendorong praktik manajemen laba guna mempertahankan pendapatan stabil (Erawati & Siang, 2021; Fadhilah & Kartika, 2022). Dengan laba maksimum, perusahaan dapat melakukan investasi, meningkatkan kualitas produk, dan kesejahteraan pemilik serta karyawan, sementara efisiensi manajemen tercermin melalui rasio profitabilitas (Kasmir, 2014). ROA dipakai sebagai proksi profitabilitas dalam penelitian ini Akandji et al. (2020) dan pertumbuhan laba memberikan sinyal keberhasilan serta potensi imbal hasil saham yang besar bagi investor (Priyadi & Chumaidah, 2022).

Aset Berwujud

Aset berwujud adalah aset perusahaan berwujud fisik serta dipakai untuk kegiatan operasional untuk menghasilkan pendapatan. Proporsi aset berwujud mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menyediakan jaminan (*collateral*) bagi kreditur, sehingga mempengaruhi keputusan pendanaan dan struktur modal. Perusahaan yang bisa dikatakan tinggi aset berwujudnya cenderung mempunyai risiko kebangkrutan relatif rendah karena aset tersebut dapat dilikuidasi apabila terjadi gagal bayar (Frank & Goyal, 2021; Rajan & Zingales, 1995).

Pertumbuhan Perusahaan

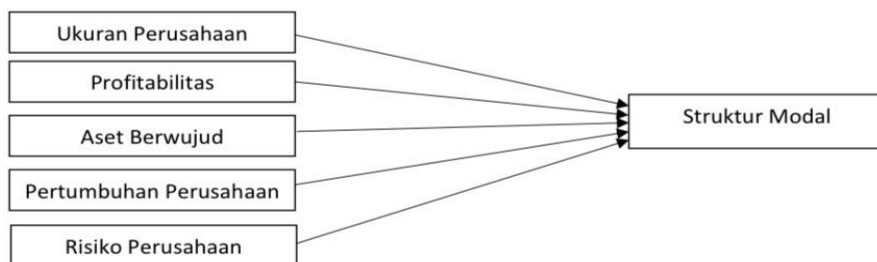
Suatu organisasi dikatakan mengalami kemajuan jika tingkat pertumbuhan

tahunannya meningkat. Menurut Rahmadani & Setiawan (2024), pertumbuhan suatu perusahaan ditentukan oleh seberapa baik posisinya di dalam industri yang sama ataupun dalam sistem ekonomi lebih luas atau perubahan total aset, dipergunakan pada penelitian ini selaku proksi bagi pertumbuhan perusahaan dengan perhitungannya sebagai persentase dari perubahan aset suatu momen relatif atas tahun sebelumnya. Berdasarkan penjelasan dari Rahmadani & Setiawan (2024) bisnis yang berkembang membutuhkan lebih banyak sumber pendanaan eksternal.

Risiko Perusahaan

Risiko perusahaan merupakan tingkat ketidakpastian yang berkaitan dengan variasi hasil operasi dan keuangan perusahaan, yang dapat memengaruhi kemungkinan terjadinya kerugian. Risiko ini mencerminkan volatilitas arus kas dan pendapatan perusahaan akibat faktor internal maupun eksternal. Tingkat risiko perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal, kebijakan pendanaan, serta penilaian investor terhadap prospek perusahaan (Faccio et al., 2011).

Kerangka Konseptual



Gambar 3 Kerangka Konseptual

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Ukuran perusahaan berperan untuk merefleksikan sebesar apakah kemampuan operasional, aset, serta tingkat stabilitas perusahaan pada saat menjalankan aktivitas bisnis. Secara umum akses yang lebih baik kepada sumber pendanaan luar akan dimiliki perusahaan berukuran besar karena dinilai lebih kredibel serta lebih rendah risiko kebangkrutannya. Sesuai pandangan *Trade-Off Theory* dijelaskan bahwasanya perusahaan besar cenderung memakai total hutang relatif tinggi untuk memanfaatkan keuntungan pajak dari penggunaan utang karena risiko finansialnya relatif lebih terkendali.

Penelitian Stoiljković et al. (2023) mempertegas bahwasanya ukuran perusahaan merupakan determinan penting dari struktur modal, meskipun pengaruhnya tidak sama diantara leverage berjangka panjang dan pendek. Hasil positif dinyatakan Asih et al. (2025); Yusuf & Dyarini (2025) juga, dimana membuktikan ukuran perusahaan mempengaruhi struktur modal secara positif. Akan tetapi, temuan Paseda (2021); Safitri et al. (2024); Suhardjo et al. (2022)

dengan hasil yaitu ukuran perusahaan dengan struktur modal tidak didapatkan adanya pengaruh yang signifikan atau bahkan berpengaruh negatif, atau mengindikasikan adanya perbedaan karakteristik industri dan kebijakan pendanaan perusahaan.

H1a: “Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal yang diproksikan dengan short-term leverage (SL)”

H1b: “Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal yang diproksikan dengan long-term leverage (LL)”

H1c: “Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal yang diproksikan dengan total leverage (TL)”

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Profitabilitas akan merefleksikan seberapa mampu perusahaan mendapatkan profit keuntungan atas sumber daya yang dimilikinya. Bila cenderung tinggi profitabilitas tersebut, maka perusahaan cenderung mempunyai dana internal memadai sehingga lebih memilih pendanaan internal dibandingkan utang. Kondisi tersebut selaras pada *Pecking Order Theory* bahwasanya keuntungan ditahan cenderung perusahaan prioritaskan sebelum mempergunakan pendanaan eksternal.

Hasil penelitian Stoiljković et al. (2023) memperlihatkan profitabilitas berperan krusial untuk menetapkan struktur modal, dengan arah pengaruh berbeda antara leverage jangka pendek dan jangka panjang. Temuan ini ditunjang studi dari (Hamid & Kristanti, 2025). Namun, penelitian Anggraini & Lestari (2024); Kusuma & Dermawan (2023); Yusuf & Dyarini (2025) dengan hasil profitabilitas mempengaruhi struktur modal secara negatif. Sedangkan, Asih et al. (2025); Suhardjo et al. (2022) mendapati tidak terdapatnya pengaruh yang signifikan, mengindikasikan keputusan struktur modal tidak semata-mata ditentukan oleh tingkat laba.

H2a: “Profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal yang diproksikan dengan short-term leverage (SL)”

H2b: “Profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal yang diproksikan dengan long-term leverage (LL)”

H2c: “Profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal yang diproksikan dengan total leverage (TL)”

Pengaruh Aset Berwujud Terhadap Struktur Modal

Aset berwujud mencerminkan proporsi aset fisik sebagai jaminan memperoleh pendanaan utang. Bila tinggi tingkat aset berwujud ini, perusahaan bisa mengakses pinjaman dengan cenderung tidak sulit karena risiko kreditur menjadi lebih rendah. Dalam *Trade-Off Theory*, aset berwujud berperan sebagai collateral yang mendorong peningkatan penggunaan utang.

Penelitian Stoiljković et al. (2023) didapatkan hasil yaitu wujud nyata aset terhadap struktur modal didapatkan adanya pengaruh signifikan, meskipun arah

pengaruhnya berbeda antara leverage jangka panjang dan jangka pendek. Hasil positif juga ditemukan oleh Anggraini & Lestari (2024); Awaliyah et al. (2021) yaitu tangibility terhadap struktur modal didapatkan adanya pengaruh positif. Sebaliknya, Kusuma & Dermawan (2023); Paseda (2021) didapatkan hasil pengaruh secara negatif diantara aset berwujud dengan struktur modal, sementara Hamid & Kristanti (2025); Ratuloly et al. (2020) menunjukkan tidak terdapatnya sebuah pengaruh yang signifikan.

H3a: “Aset berwujud berpengaruh terhadap struktur modal yang diproksikan dengan short-term leverage (SL)”

H3b: “Aset berwujud berpengaruh terhadap struktur modal yang diproksikan dengan long-term leverage (LL)”

H3c: “Aset berwujud berpengaruh terhadap struktur modal yang diproksikan dengan total leverage (TL)”

Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Peluang ekspansi serta peningkatan aktivitas bisnis di masa depan akan direfleksikan dari pertumbuhan perusahaan. Bila tinggi tingkat pertumbuhan ini, umumnya menjadikan perusahaan membutuhkan dana tidak sedikit guna mendanai investasi, sehingga berpotensi meningkatkan penggunaan utang. Tetapi perusahaan yang bertumbuh cepat akan turut berhadapan pada risiko keagenan lebih besar, sehingga cenderung berhati-hati dalam penggunaan utang.

Penelitian Ratuloly et al. (2020) didapatkan hasil yaitu pertumbuhan perusahaan dengan struktur modal tidak didapatkan pengaruh yang signifikan. Temuan serupa juga diperoleh oleh Anggraini & Lestari (2024) yaitu growth opportunity tidak memengaruhi struktur modal. Sebaliknya, Awaliyah et al. (2021); Paseda (2021) menemukan perusahaan memengaruhi struktur modal secara negatif, yang mendukung pandangan *Pecking Order Theory* yang menerangkan bahwasanya pendanaan internal lebih dipilih perusahaan yang bertumbuh untuk menghindari risiko keuangan.

H4a: “Pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal yang diproksikan dengan short-term leverage (SL)”

H4b: “Pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal yang diproksikan dengan long-term leverage (LL)”

H4c: “Pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal yang diproksikan dengan total leverage (TL)”

Pengaruh Risiko Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Risiko perusahaan mencerminkan tingkat pendapatan dan stabilitas operasi perusahaan yang tidak pasti. Perusahaan akan mencegah pemakaian utang yang berlebihan pada saat perusahaan dalam kondisi risiko tinggi, karena meningkatkan kemungkinan kesulitan keuangan. Dalam kerangka *Trade-Off Theory*, peningkatan risiko akan menurunkan optimalitas penggunaan utang.

Hasil penelitian Stoiljković et al. (2023) yaitu risiko merupakan faktor yang

sifatnya krusial untuk menetapkan struktur modal perusahaan. Akan tetapi, Givari et al. (2024) didapatkan hasil yaitu risiko bisnis dengan struktur modal tidak didapatkan adanya pengaruh secara signifikan pada perusahaan indeks SRI-KEHATI. Maknanya pengaruh risiko perusahaan pada struktur modal sangat bergantung pada karakteristik industri, stabilitas pendapatan, serta kebijakan manajemen risiko perusahaan.

H5a: “Risiko perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal yang diproksikan dengan short-term leverage (SL)”

H5b: “Risiko perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal yang diproksikan dengan long-term leverage (LL)”

H5c: “Risiko perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal yang diproksikan dengan total leverage (TL)”

METODE PENELITIAN

Pendekatan kuantitatif dipergunakan pada penelitian ini yang memanfaatkan jenis penelitian kausalitas dalam rangka menganalisa pengaruh dari ukuran perusahaan (*Size*), profitabilitas (*Return on Assets/ROA*), aset berwujud (*Tangibility*), pertumbuhan perusahaan (*Growth*), serta risiko perusahaan (*Risk*) terhadap struktur modal perusahaan subsektor makanan dan minuman yang tercatat di BEI tahun 2020–2024. Pendekatan kuantitatif digunakan sebab bisa menerangkan hubungan antar variabel secara sebab akibat dan terukur serta objektif melalui analisis statistik (Sugiyono, 2023).

Data sekunder akan peneliti pergunakan di sini, sebagai data yang sudah ada sumbernya. Laporan keuangan tahunan (*annual report*) perusahaan terkait ditambah dengan serta sumber pendukung lainnya yang relevan dipergunakan sebagai data. Penggunaan data sekunder dinilai tepat karena laporan keuangan telah diaudit dan mencerminkan kondisi keuangan perusahaan secara riil (Ghozali, 2016).

Populasi yang diterapkan meliputi perusahaan dari subsektor makanan dan minuman di BEI untuk tahun 2020–2024. Teknik *purposive sampling* sebagai teknik sampling, yakni suatu teknik dalam proses memilih sampel dengan mengacu pada kriteria yang sifatnya khusus supaya sampel sesuai tujuan penelitian Kriterianya mencakup: (1) perusahaan subsektor makanan dan minuman tercatat secara konsisten di BEI selama tahun penelitian; (2) merilis laporan keuangan tahunan berturut-turut juga lengkap; (3) mempunyai kebutuhan data bagi semua variabel yang diteliti; serta (4) tidak delisting pada waktu periode pengamatan. Penggunaan teknik *purposive sampling* umum pada pelaksanaan penelitian keuangan karena mampu menghasilkan sampel yang relevan dan representatif (Sekaran & Bougie, 2016).

Tabel 1 Variabel Penelitian

Jenis Variabel	Nama Variabel	Indikator / Rumus
Variabel Dependent	Struktur Modal (Y)	$SL = \frac{\text{utang jangka pendek}}{\text{total aset}}$ $LL = \frac{\text{utang jangka panjang}}{\text{total aset}}$ $TL = \frac{\text{total utang}}{\text{total aset}}$
Variabel Independent	Ukuran Perusahaan (X1)	$SIZE = \ln(\text{Total Aset})$
	Profitabilitas (X2)	$ROA = \frac{\text{laba bersih}}{\text{total aset}}$
	Aset Berwujud / Tangibility (X3)	$Tangibility = \frac{\text{aset tetap}}{\text{total aset}}$
	Pertumbuhan Perusahaan (X4)	$Growth = \frac{\text{total aset}(t) - \text{total aset}(t-1)}{\text{total aset}(t-1)}$
	Risiko Perusahaan (X5)	$Risk = SD \text{ laba operasi}$

Struktur modal di sini tidak hanya peneliti proksikan melalui satu ukuran leverage, tetapi dibedakan menjadi *short-term leverage* (SL), *long-term leverage* (LL), serta *total leverage* (TL). Pemisahan tersebut dilaksanakan karena masing-masing jenis utang memiliki karakteristik dan tujuan penggunaan yang berbeda. Utang berjangka pendek secara umum dipergunakan bagi kebutuhan operasional perusahaan, sedangkan utang jangka panjang digunakan untuk pembiayaan investasi dan ekspansi usaha. Penggunaan ketiga proksi ini bertujuan untuk memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai struktur modal perusahaan dibandingkan hanya menggunakan satu ukuran leverage. Oleh karena itu, penelitian ini tidak menggunakan variabel moderating, melainkan memisahkan pengukuran leverage untuk memperoleh hasil yang lebih spesifik dan akurat.

Analisis data dengan mempergunakan regresi data panel yang memanfaatkan EViews ver. 12. Regresi data panel digunakan sebab bisa mengombinasikan *data time series* dan *cross section*, untuk itu akan lebih akurat estimasi yang dihasilkan dan juga bisa menangkap dinamika perubahan antarwaktu serta antarperusahaan (Baltagi, 2021). Rumusan untuk model regresi penelitian ini, yaitu:

$$SL_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 RISK_{it}$$

$$LL_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 RISK_{it}$$

$$TL_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 RISK_{it}$$

Keterangan SL = Short-Term Leverage; LL = Long-Term Leverage; TL = Total Leverage; SIZE = Ukuran Perusahaan; ROA = Profitabilitas; TANG = Tangibility; GROWTH = Pertumbuhan Perusahaan; RISK = Risiko Perusahaan; β_0 = Konstanta; $\beta_1 - \beta_5$ = Koefisien regresi; ϵ = Error term; i = Perusahaan; t = Tahun.

Tahapan analisis data yang dilaksanakan meliputi pengujian statistik deskriptif yang dimanfaatkan untuk melihat nilai maksimal, mean, standar deviasi, serta nilai minimal setiap variabel. Kemudian dilaksanakan uji untuk memilih model data panel, terdiri dari CEM, FEM, dan REM. Adapun *Uji Chow*, *Uji Hausman*, serta *Uji Lagrange Multiplier* dalam konteks ini dipakai dalam langkah memilih model terbaik (Baltagi, 2021).

Setelah model terbaik ditentukan, uji multikolinearitas, autokorelasi, heteroskedastisitas yang merupakan uji asumsi klasik dilaksanakan dalam rangka menjamin asumsi statistik bisa terpenuhi oleh model regresi. Tahap selanjutnya adalah uji regresi data panel sesuai model terpilih, serta uji hipotesis mencakup uji t (parsial), uji F (simultan), dan koef. determinasi (R^2) guna menilai kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variasi struktur modal perusahaan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Tabel 2 Analisis Deskriptif

	SL	LL	TL	SIZE	ROA	TANGIBILITY	GROWTH	RISK
Mean	0.155067	0.088400	0.243000	27.80213	0.133667	0.287267	0.143067	0.210867
Median	0.140000	0.070000	0.235000	28.88000	0.135000	0.290000	0.115000	0.170000
Maximum	0.360000	0.270000	0.460000	32.47000	0.220000	0.760000	0.780000	0.450000
Minimum	0.050000	0.000000	0.100000	16.36000	0.030000	0.080000	-0.120000	0.070000
Std. Dev.	0.071745	0.070502	0.095677	3.394936	0.045956	0.144361	0.170502	0.102131
Skewness	1.320709	0.658283	0.503292	-1.537481	-0.181076	1.590836	1.141801	0.586444
Kurtosis	4.691651	2.410955	2.577865	4.909079	2.266167	6.084704	4.830647	2.066977
Jarque-Bera	61.49235	13.00200	7.446304	81.87485	4.185403	122.7402	53.53815	14.03872
Probability	0.000000	0.001502	0.024158	0.000000	0.123353	0.000000	0.000000	0.000894
Sum	23.26000	13.26000	36.45000	4170.320	20.05000	43.09000	21.46000	31.63000
Sum Sq. Dev.	0.766949	0.740616	1.363950	1717.313	0.314683	3.105179	4.331589	1.554187
Observations	150	150	150	150	150	150	150	150

Berdasarkan hasil analisis deskriptif pada Tabel 2, variabel short-term leverage mempunyai mean 0,1550 atau sekitar 15% struktur pendanaan perusahaan berasal dari utang jangka pendek. Sementara itu, long-term leverage mempunyai mean 0,08844, yang mengindikasikan bahwa cenderung lebih sedikit utang jangka panjang yang perusahaan pakai daripada utang jangka pendek. Total leverage memiliki mean sejumlah 0,2430 atau secara keseluruhan penggunaan utang perusahaan masih berada pada tingkat yang moderat.

ROA menunjukkan rata-rata sejumlah 0,1336 melalui sebaran data yang relatif stabil, yang mencerminkan tingkat profitabilitas perusahaan yang cukup baik. Variabel tangibility, growth, dan risk memiliki distribusi data yang cenderung tidak normal berdasarkan nilai jarque-bera, namun kondisi ini masih dapat diterima dalam analisis regresi data panel.

Short-term Leverage

Tabel 3 Uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.167643	(29,115)	0.0000
Cross-section Chi-square	88.067721	29	0.0000

Temuan dari uji Chow memperlihatkan probabilitas dengan nilai $0,0000 < 0,05$, maka short-term leverage lebih tepat diterangkan FEM.

Tabel 4 Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	49.577889	5	0.0000

Mengacu Berdasarkan hasil tersebut, didapatkan probabilitas dengan nilai $0,0000 < 0,05$ menunjukkan antara efek individual dengan variabel independen ditemukan adanya korelasi. Maka dari hal tersebut, FEM dipilih sebagai model terbaik untuk menganalisis short-term leverage.

Tabel 5 Uji Multikolinearitas

SIZE	1.000000	-0.049322	0.009706	0.062747	-0.114130
ROA	-0.049322	1.000000	0.103493	0.528744	-0.105781
TANGIBILITY	0.009706	0.103493	1.000000	-0.011627	0.028566
GROWTH	0.062747	0.528744	-0.011627	1.000000	-0.113696
RISK	-0.114130	-0.105781	0.028566	-0.113696	1.000000

Temuan ini memperlihatkan seluruh korelasi diantara variabel independen $< 0,80$. Dengan demikian, permasalahan multikolinearitas tidak timbul.

Tabel 6 Uji Heteroskedastisitas

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.015506	0.010204	1.519563	0.1314
SIZE	-0.000550	0.000356	-1.544363	0.1252
ROA	0.001422	0.012461	0.114132	0.9093
TANGIBILITY	0.004585	0.003552	1.290915	0.1993
GROWTH	0.003894	0.002207	1.764887	0.0802
RISK	0.008856	0.005388	1.643678	0.1030

Mengacu data tersebut, nilai probabilitas seluruhnya $> 0,05$. Maka, permasalahan heteroskedastisitas disebutkan tidak timbul.

Tabel 7 Short-term Leverage

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.641310	0.191384	3.350905	0.0011
SIZE	-0.017917	0.006676	-2.683811	0.0084
ROA	0.204414	0.233716	0.874626	0.3836
TANGIBILITY	-0.233550	0.066612	-3.506129	0.0006
GROWTH	-0.009648	0.041385	-0.233136	0.8161
RISK	0.251448	0.101056	2.488212	0.0143

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.487604	Mean dependent var	0.155067
Adjusted R-squared	0.336113	S.D. dependent var	0.071745
S.E. of regression	0.058457	Akaike info criterion	-2.640083
Sum squared resid	0.392982	Schwarz criterion	-1.937602
Log likelihood	233.0062	Hannan-Quinn criter.	-2.354687
F-statistic	3.218697	Durbin-Watson stat	1.726417
Prob(F-statistic)	0.000002		

Sesuai temuan regresi dengan menggunakan FEM, didapati bahwasanya ukuran perusahaan (size) memperoleh koefisien sejumlah -0,017917 melalui probabilitas $0,0084 < 0,05$, dimana menandakan pengaruh secara negatif dan signifikan terhadap short-term leverage. Sehingga itu menunjukkan semakin besar ukuran perusahaan, membuat pemakaian utang jangka pendek menjadi lebih rendah.

Tangibility juga memperlihatkan pengaruh secara negatif dan signifikan terhadap short-term leverage melalui koefisien sejumlah -0,233550 serta probabilitas $0,0006 < 0,05$. Artinya, perusahaan yang mempunyai proporsi aset berwujud lebih besar cenderung mengurangi penggunaan utang jangka pendek.

Sementara itu, risiko perusahaan (risk) mempengaruhi short-term leverage secara positif dan signifikan melalui koefisien sejumlah 0,251448 serta probabilitas $0,0143 < 0,05$. Sehingga itu memperlihatkan semakin tingginya risiko perusahaan memberikan kecenderungan perusahaan lebih besar untuk mempergunakan utang jangka pendek.

Kemudian dalam sisi lainnya, profitabilitas (ROA) dan pertumbuhan perusahaan (growth) tidak memperlihatkan pengaruh signifikan terhadap short-term leverage, karena memiliki probabilitas dengan nilai masing-masing sejumlah 0,3836 serta 0,8161 yang melebihi 0,05.

Nilai Durbin-Watson sebesar 1,72 menunjukkan bahwa tidak terdapat indikasi autokorelasi serius. Perolehan adjusted R^2 sejumlah 0,3361 memperlihatkan berkisar 33,61% dari variasinya short-term leverage bisa dijabarkan variabel size, ROA, tangibility, growth, dan risk, sedangkan untuk sisa lain dijelaskan faktor lainnya diluar model. Selain itu, probabilitas F-statistic sejumlah $0,000002 < 0,05$ menunjukkan keseluruhan variabel independen secara simultan memberikan pengaruh signifikan terhadap short-term leverage.

Sesuai hasil itu, maka didapati ukuran perusahaan (H1a), aset berwujud (H3a), serta risiko perusahaan (H5a) **diterima** karena berpengaruh signifikan terhadap short-term leverage. Sementara itu, profitabilitas (H2a) dan pertumbuhan perusahaan (H4a) **ditolak** karena tidak berpengaruh signifikan.

Long-term Leverage

Tabel 8 Uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.807590	(29,115)	0.0000
Cross-section Chi-square	149.912502	29	0.0000

Temuan dari uji Chow memperlihatkan probabilitas dengan nilai $0,0000 < 0,05$, sehingga menandakan long-term leverage lebih tepat diterangkan FEM.

Tabel 9 Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	22.483011	5	0.0004

Mengacu data tersebut, didapatkan prob. $0,0004 < 0,05$ menunjukkan antara efek individual dengan variabel independen ditemukan adanya korelasi. Maka dari hal tersebut, FEM dipilih sebagai model terbaik untuk menganalisis long-term leverage.

Tabel 10 Uji Multikolinearitas

SIZE	1.000000	-0.049322	0.009706	0.062747	-0.114130
ROA	-0.049322	1.000000	0.103493	0.528744	-0.105781
TANGIBILITY	0.009706	0.103493	1.000000	-0.011627	0.028566
GROWTH	0.062747	0.528744	-0.011627	1.000000	-0.113696
RISK	-0.114130	-0.105781	0.028566	-0.113696	1.000000

Temuan ini memperlihatkan seluruh korelasi diantara variabel independen nilainya $< 0,80$. Dengan demikian, permasalahan multikolinearitas tidak timbul.

Tabel 11 Uji Heteroskedastisitas

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.175555	0.090811	1.933178	0.0557
SIZE	-0.003300	0.003168	-1.041871	0.2997
ROA	-0.202178	0.110898	-1.823102	0.0709
TANGIBILITY	-0.022910	0.031607	-0.724829	0.4700
GROWTH	0.025483	0.019637	1.297692	0.1970
RISK	0.005670	0.047951	0.118241	0.9061

Mengacu data tersebut, nilai probabilitas seluruhnya $> 0,05$. Maka, permasalahan heteroskedastisitas disebutkan tidak timbul.

Tabel 12 Long-term Leverage

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.625247	0.147678	4.233860	0.0000
SIZE	-0.019601	0.005151	-3.805048	0.0002
ROA	-0.094216	0.180342	-0.522431	0.6024
TANGIBILITY	0.033335	0.051400	0.648544	0.5179
GROWTH	-0.029733	0.031934	-0.931088	0.3538
RISK	0.072864	0.077978	0.934417	0.3520

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.684065	Mean dependent var	0.088400
Adjusted R-squared	0.590659	S.D. dependent var	0.070502
S.E. of regression	0.045107	Akaike info criterion	-3.158585
Sum squared resid	0.233986	Schwarz criterion	-2.456103
Log likelihood	271.8939	Hannan-Quinn criter.	-2.873189
F-statistic	7.323514	Durbin-Watson stat	1.403000
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dati temuan regresi mempergunakan FEM, didapati ukuran perusahaan (size) memperoleh koefisien sejumlah -0,019601 melalui probabilitas $0,0002 < 0,05$, dimana menandakan pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap long-term leverage. Sehingga itu menunjukkan semakin besarnya ukuran perusahaan membuat pemakaian utang berjangka panjang akan lebih rendah.

Kemudian profitabilitas (ROA), tangibility, pertumbuhan perusahaan (growth), serta risiko perusahaan (risk) tidak menunjukkan pengaruh secara signifikan terhadap long-term leverage. Situasi tersebut diperlihatkan dengan probabilitas setiap variabel yang melebihi 0,05, diantaranya ROA sejumlah 0,6024, tangibility sejumlah 0,5179, growth sejumlah 0,3538, serta risk sejumlah 0,3520.

Nilai Durbin-Watson sebesar 1,40 menunjukkan bahwa tidak terdapat indikasi autokorelasi serius, sehingga residual dapat dianggap saling independen. Perolehan adjusted R^2 sejumlah 0,5907 memperlihatkan berkisar 59,07% dari variasinya long-term leverage bisa dijabarkan variabel size, ROA, tangibility, growth, serta risk, sedangkan untuk sisanya dijelaskan faktor diluar model. Selain itu, probabilitas F-statistic sejumlah $0,000000 < 0,05$ memperlihatkan keseluruhan variabel independen secara simultan memberikan pengaruh yang signifikan terhadap long-term leverage.

Berdasarkan temuan itu, didapati bahwasanya ukuran perusahaan (H1b) **diterima** karena memberikan pengaruh signifikan terhadap long-term leverage. Sementara itu, profitabilitas (H2b), aset berwujud (H3b), pertumbuhan perusahaan (H4b), dan risiko perusahaan (H5b) **ditolak** karena tidak berpengaruh signifikan.

Total Leverage

Tabel 13 Uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.493644	(29,115)	0.0000
Cross-section Chi-square	94.770991	29	0.0000

Temuan dari uji chow memperoleh prob. dengan nilai $0,0000 < 0,05$. Ini memiliki arti antar perusahaan ditemukan adanya karakteristik berbeda, untuk itu FEM lebih baik dalam analisis total leverage.

Tabel 14 Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	41.622342	5	0.0000

Berdasarkan hasil tersebut, didapatkan probabilitas dengan nilai $0,0000 < 0,05$ menunjukkan antara efek individual dengan variabel independen ditemukan adanya korelasi. Maka dari hal tersebut, FEM dipilih sebagai model terbaik untuk menganalisis total leverage.

Tabel 15 Uji Multikolinearitas

SIZE	1.000000	-0.049322	0.009706	0.062747	-0.114130
ROA	-0.049322	1.000000	0.103493	0.528744	-0.105781
TANGIBILITY	0.009706	0.103493	1.000000	-0.011627	0.028566
GROWTH	0.062747	0.528744	-0.011627	1.000000	-0.113696
RISK	-0.114130	-0.105781	0.028566	-0.113696	1.000000

Temuan ini memperlihatkan seluruh korelasi diantara variabel independen dengan nilai $< 0,80$. Dengan demikian, permasalahan multikolinearitas tidak timbul.

Tabel 16 Uji Heteroskedastisitas

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.007521	0.013814	0.544486	0.5872
SIZE	6.72E-05	0.000482	0.139512	0.8893
ROA	-0.021251	0.016869	-1.259715	0.2103
TANGIBILITY	-0.004394	0.004808	-0.913937	0.3627
GROWTH	0.003351	0.002987	1.121937	0.2642
RISK	-0.002482	0.007294	-0.340323	0.7342

Mengacu data tersebut, nilai probabilitas seluruhnya $> 0,05$. Maka, permasalahan heteroskedastisitas disebutkan tidak timbul.

Tabel 17 Total Leverage

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.263955	0.256281	4.931917	0.0000
SIZE	-0.037584	0.008939	-4.204224	0.0001
ROA	0.104171	0.312966	0.332850	0.7399
TANGIBILITY	-0.190991	0.089200	-2.141169	0.0344
GROWTH	-0.044435	0.055418	-0.801810	0.4243
RISK	0.337866	0.135323	2.496739	0.0140

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.483353	Mean dependent var	0.243000
Adjusted R-squared	0.330605	S.D. dependent var	0.095677
S.E. of regression	0.078279	Akaike info criterion	-2.056102
Sum squared resid	0.704681	Schwarz criterion	-1.353620
Log likelihood	189.2077	Hannan-Quinn criter.	-1.770706
F-statistic	3.164386	Durbin-Watson stat	1.174986
Prob(F-statistic)	0.000002		

Sesuai temuan dari regresi mempergunakan FEM, didapati ukuran perusahaan (size) memperoleh koefisien sejumlah -0,037584 melalui probabilitas $0,0001 < 0,05$, yang menjelaskan pengaruh secara negatif dan signifikan terhadap total leverage. Sehingga itu memperlihatkan ukuran yang lebih besar dari perusahaan akan membuat penggunaan utang dengan menyeluruh menjadi lebih rendah.

Tangibility turut memperlihatkan pengaruh secara negatif dan signifikan terhadap total leverage melalui koefisien -0,190991 dengan probabilitas $0,0344 < 0,05$. Artinya, perusahaan yang mempunyai proporsi aset berwujud lebih besar cenderung mengurangi penggunaan utang secara keseluruhan.

Selain itu, variabel risiko perusahaan (risk) memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap total leverage melalui koefisien sejumlah 0,337866 serta probabilitas $0,0140 < 0,05$. Sehingga ini menunjukkan semakin tingginya risiko perusahaan membuat perusahaan lebih memiliki untuk mempergunakan utang.

Sementara itu, variabel profitabilitas (ROA) serta pertumbuhan perusahaan (growth) tidak memperlihatkan pengaruh secara signifikan terhadap total leverage, karena memiliki probabilitas sejumlah 0,7399 serta 0,4243 yang nilainya melebihi 0,05.

Nilai Durbin-Watson sebesar 1,17 menunjukkan bahwa tidak terdapat indikasi autokorelasi serius, sehingga residual dapat dianggap saling independen. Kemudian adjusted R^2 sejumlah 0,3306 memperlihatkan berkisar 33,06% dari variasi total leverage bisa dijabarkan variabel size, ROA, tangibility, growth, serta risk, sedangkan untuk sisa lain dijelaskan faktor diluar model. Selain itu, probabilitas F-statistic sejumlah $0,000002 < 0,05$ memperlihatkan keseluruhan variabel independen mempengaruhi total leverage secara signifikan.

Dari temuan ini, didapati bahwasanya ukuran perusahaan (H1c), aset berwujud (H3c), serta risiko perusahaan (H5c) **diterima** karena memberikan pengaruh yang signifikan terhadap total leverage. Sedangkan profitabilitas (H2c) serta pertumbuhan perusahaan (H4c) **ditolak** karena tidak berpengaruh signifikan.

Pembahasan

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *short-term leverage*, *long-term leverage*, dan *total leverage*. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, semakin rendah tingkat penggunaan utang, baik jangka pendek maupun jangka panjang. Perusahaan besar cenderung memiliki akses yang lebih luas terhadap sumber pendanaan internal, seperti laba ditahan, sehingga ketergantungan terhadap utang menjadi lebih rendah..

Temuan ini sejalan pada *Pecking Order Theory* dari Myers (1984), dimana perusahaan cenderung mengutamakan pemanfaatan dana internal dibanding pendanaan secara eksternal. Kemudian perusahaan yang besar umumnya mempunyai stabilitas arus kas lebih baik dimana membuatnya tidak begitu menggantungkan diri kepada utang.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Timbangnusa et al. (2023) yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki hubungan negatif terhadap struktur modal, yang mengindikasikan bahwa perusahaan besar cenderung mengurangi penggunaan utang. Hal ini memperkuat bahwa perusahaan dengan ukuran besar cenderung lebih mengandalkan pendanaan internal. Selanjutnya, Adelia et al. (2024) menegaskan bahwa ukuran perusahaan merupakan determinan penting dalam keputusan struktur modal.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil penelitian, profitabilitas (ROA) tidak menunjukkan pengaruh secara signifikan terhadap *short-term leverage*, *long-term leverage*, maupun *total leverage*. Hal itu menjelaskan bahwasanya tingkat keuntungan perusahaan menjadi penentu tidak langsung dari keputusan pendanaan melalui utang. Temuan itu memperlihatkan walaupun perusahaan mempunyai tingkat profitabilitas tinggi, hal itu tidak selamanya diikuti dengan penurunan atau peningkatan penggunaan utang. Kondisi itu bisa terjadi dikarenakan terdapatnya variasi kebutuhan investasi dan kebijakan keuangan masing-masing perusahaan. Sehingga itu selaras pada penelitian Tursina (2024); Wahyuni & Kristanti (2024) yaitu tidak selalu signifikan pengaruh yang profitabilitas berikan terhadap struktur modal serta bergantung pada konteks industri.

Pengaruh Aset Berwujud Terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan bahwa aset berwujud (*tangibility*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *short-term leverage* dan *total leverage*, tetapi tidak berpengaruh signifikan terhadap *long-term leverage*. Sehingga itu berarti perusahaan yang proporsi aset berwujudnya tinggi akan lebih memilih mengurangi penggunaan utang jangka pendek serta total utang.

Secara teoritis, *Trade-off Theory* menjelaskan aset berwujud bisa dipergunakan menjadi jaminan guna memperoleh utang. Tetapi hasil yang didapat justru memperlihatkan kecenderungan sebaliknya. Hal ini dapat dijelaskan melalui *Pecking Order Theory*, dimana perusahaan yang asetnya kuat cenderung mempunyai kemampuan pendanaan internal lebih baik, sehingga mengurangi kebutuhan terhadap utang, khususnya utang jangka pendek. Tidak signifikannya pengaruh terhadap *long-term leverage* menunjukkan bahwa penggunaan utang jangka panjang lebih dipengaruhi dengan faktor lain seperti strategi investasi serta stabilitas perusahaan. Sesuai temuan dari studi Tursina (2024) dijelaskan perusahaan lebih besar aset tetapnya memilih pendanaan yang stabil daripada utang jangka pendek.

Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan (GROWTH) tidak berpengaruh signifikan terhadap *short-term leverage*, *long-term leverage*, maupun *total leverage*. Hal ini menunjukkan tingkat pertumbuhannya perusahaan belum berperan sebagai faktor utama untuk menentukan struktur modal. Perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi akan lebih membutuhkan pendanaan tambahan dalam menunjang ekspansi. Namun, hasil yang didapat memperlihatkan perusahaan lebih mungkin mengandalkan sumber pendanaan internal atau ekuitas dibandingkan utang. Selain itu, ketidakpastian dalam pertumbuhan juga akan menjadi perusahaan semakin hati-hati untuk menaikkan leverage. Artinya, variabel pertumbuhan tidak menjadi determinan yang konsisten dalam menjelaskan struktur modal. Temuan itu selaras pada Tampubolon et al. (2025); Wahyuni & Kristanti (2024) yaitu pengaruh pertumbuhan terhadap leverage bersifat tidak konsisten. Dalam perspektif *Trade-off Theory*, perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi seharusnya memerlukan pendanaan eksternal dalam mendanai peluang investasi.

Pengaruh Risiko Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian menunjukkan bahwa risiko perusahaan (*RISK*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *short-term leverage* dan *total leverage*, namun tidak berpengaruh signifikan terhadap *long-term leverage*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat risiko yang lebih tinggi cenderung meningkatkan penggunaan utang jangka pendek dan total utang, tetapi tidak pada utang jangka panjang. Dalam perspektif *Trade-off Theory*, perusahaan dengan risiko tinggi menghadapi kemungkinan biaya kebangkrutan yang lebih besar, sehingga seharusnya menekan penggunaan utang. Namun, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan tetap menggunakan utang jangka pendek karena sifatnya yang lebih fleksibel dan mudah diakses. Berdasarkan *Pecking Order Theory*, ketika dana internal tidak mencukupi, perusahaan akan cenderung memilih sumber pendanaan eksternal yang paling cepat diperoleh, yaitu utang jangka pendek. Hal ini menjelaskan mengapa risiko berpengaruh signifikan terhadap *short-term leverage* dan *total leverage*, tetapi tidak terhadap *long-term leverage* yang membutuhkan stabilitas keuangan jangka panjang. Hasil tersebut sejalan studi dari Tampubolon et al. (2025); Wahyuni & Kristanti (2024) yaitu bahwa risiko merupakan faktor krusial dalam keputusan pendanaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian, dapat disimpulkan bahwa profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal, baik yang diproksikan melalui *short-term leverage*, *long-term leverage*, maupun *total leverage*. Sementara itu, aset berwujud terbukti berpengaruh signifikan negatif terhadap *short-term leverage* dan *total leverage*, namun tidak berpengaruh signifikan terhadap *long-term leverage*. Ukuran perusahaan menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap seluruh jenis leverage, yaitu *short-term leverage*, *long-term leverage*, dan *total leverage*. Adapun risiko perusahaan terbukti berpengaruh signifikan positif terhadap *short-term leverage* dan *total leverage*, tetapi tidak signifikan terhadap *long-term leverage*.

Temuan tersebut menunjukkan bahwa keputusan struktur modal perusahaan lebih dipengaruhi oleh faktor ukuran perusahaan, tingkat risiko, serta karakteristik aset, dibandingkan dengan faktor profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan cenderung mempertimbangkan stabilitas dan risiko operasional dalam menentukan kebijakan pendanaan, khususnya dalam penggunaan utang. Meskipun demikian, penelitian ini memiliki keterbatasan, antara lain periode pengamatan yang relatif terbatas serta penggunaan variabel independen yang belum mencerminkan seluruh determinan struktur modal. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya disarankan untuk memperpanjang periode observasi, menambahkan variabel lain seperti likuiditas, struktur kepemilikan, dan tata kelola perusahaan, serta menggunakan pendekatan metodologis yang lebih beragam agar menghasilkan temuan yang lebih komprehensif dan robust.

DAFTAR PUSTAKA

- Adelia, R., Suryani, Y., & Habibie, A. (2024). Pengaruh Leverage, Ukuran Perusahaan Dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2017-2022. *Jurnal Ekonomi Bisnis, Manajemen Dan Akuntansi (Jebma)*, 4(3), 2131–2140.
- Akandji, V., Tinangon, J. J., & Pontoh, W. (2020). Analisis Rentabilitas Pada Industri Perhotelan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Going Concern : Jurnal Riset Akuntansi*, 15(2), 62. <https://doi.org/10.32400/gc.15.2.27853.2020>
- Anggraini, R. D., & Lestari, I. R. (2024). Pengaruh Tangibility, Profitabilitas, Growth Opportunity, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal (Studi Empiris Pada Perusahaan Sektor Properti Dan Real Estate Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2019-2023). *Jurnal Riset Ekonomi Dan Akuntansi*, 2(3), 221–250.
- Asih, N. L. M., Widnyana, I. W., & Tahu, G. P. (2025). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Ritel Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Emas*, 6(8), 1777–1790.

- Awaliyah, S., Anggono, D., Syah, T. Y. R., & Bertuah, E. (2021). Impact of empiris profitability, growth, size firm, tangibility on capital structure of the hotel industry. *International Journal of Tourism and Hospitality*, 1(2), 21–33. <https://doi.org/10.51483/ijth.1.2.2021.21-33>
- Baltagi, B. H. (2021). *Spatial Panel Data Models BT - Econometric Analysis of Panel Data* (B. H. Baltagi (ed.); pp. 391–424). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-030-53953-5_13
- Bursa, K. (2025). *MYOR terbitkan obligasi Rp827,5 miliar, ruang utang aman?* <https://www.kabarbursa.com/market-hari-ini/myor-terbitkan-obligasi-rp8275-miliar-ruang-utang-aman>
- Damayanti, Y. F., Suhendro, & Masitoh, E. (2024). Determinan Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Subsektor Food And Beverage Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2019 - 2022. *Oikos: Jurnal Kajian Pendidikan Ekonomi Dan Ilmu Ekonomi*, 09, 52–62.
- Erawati, T., & Siang, Y. (2021). Sektor Industri Dasar Dan Kimia Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Amnesty: Jurnal Riset Perpajakan*, 4(1), 2714–6294. www.idx.co.id
- Faccio, M., Marchica, M.-T., & Mura, R. (2011). Large shareholder diversification and corporate risk-taking. *Manchester Business School Working Paper*, 618.
- Fadhilah, A., & Kartika, A. (2022). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Arus Kas Bebas, Leverage, dan Profitabilitas Terhadap Manajemen Laba. *Kompak: Jurnal Ilmiah Komputerasi Akuntansi*, 15(1), 25–37.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217–248.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2021). Capital Structure Decisions : Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 1–37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Ghozali. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IMB SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Givari, M. A., Yantiana, N., Rusmita, S., & Noviarthy, H. (2024). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal. *Journal of Innovation in Management, Accounting and Business*, 3(3), 209–217. <https://doi.org/10.24912/jpa.v6i2.29605>
- Hamid, S. Z. Al, & Kristanti, F. T. (2025). The Effect Of Profitability, Liquidity, And Asset Tangibility On Capital Structure In Property And Real Estate Companies Listed On The Indonesia Stock Exchange In 2017-2023. *Indonesian Interdisciplinary Journal of Sharia Economics (IJSE)*, 8(3), 8711–8727.
- Heri. (2017). *Financial Ratio For Business*.
- Kasmir. (2014). *Analisis laporan keuangan*. Rajawali Pers.
- Kosali, A. Y. (2022). Pengaruh pertumbuhan penjualan, profitabilitas dan struktur aktiva terhadap struktur modal pada perusahaan real estate and property di bursa efek Indonesia. *Kinerja: Jurnal Ekonomi Dan Manajemen*, 19(1), 131–141.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial

- leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922.
- Kusuma, S., & Dermawan, E. S. (2023). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Sales Growth dan Asset Tangibility Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, V(2), 2704–2712.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3).
- Myers, S. C. (1984). *Capital structure puzzle*. National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.
- Neraca. (2025). *Mayora siapkan Rp295 miliar lunasi obligasi*. <https://www.neraca.co.id/article/223620/mayora-siapkan-rp295-miliar-lunasi-obligasi>
- News, I. (2023). *Tiga emiten barang konsumsi terbitkan obligasi Rp3,25 triliun*. https://www.ipotnews.com/m/article.php?group_news=CLIPPING&jdl=Tiga_Emiten_Barang_Konsumsi_Terbitkan_Obligasi_Rp_3_25_Triliun&news_id=322750
- Ngurah, I. G., Rudangga, G., & Sudiarta, G. M. (2016). Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(7), 4394–4422.
- Paseda, O. (2021). Firm Size, Asset Tangibility, Growth, Volatility, Dividends and the Capital Structure of Nigerian Quoted Firms. *Journal of Finance and Accounting*, 9(2), 36. <https://doi.org/10.11648/j.jfa.20210902.13>
- Priyadi, M. P., & Chumaidah. (2022). Pengaruh Profitabilitas Dan Size Terhadap Nilai Perusahaan Dengan CSR Sebagai Nilai Pemoderasi. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, Vol 07, No 03, 20.
- Rahmadani, R., & Setiawan, A. B. (2024). Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Pada Sektor Food and Beverage di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2018-2023. *INNOVATIVE: Journal Of Social Science Research Volume*, 4, 10368–10379.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure ? Some Evidence from International Data. *THE JOURNAL OF FINANCE*, L(5). <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Ratuloly, M., Wijayanti, A., & Siddi, P. (2020). Pengaruh Kebijakan Dividen, Likuiditas, Tangibility, Asset Turnover, Dan Company Growth Terhadap Struktur Modal. *OIKOS Jurnal Kajian Pendidikan Ekonomi Dan Ilmu Ekonomi*, IV, 12–24. <https://doi.org/10.23969/oikos.v4i1.2161>
- Riyanto, B. (2015). *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan* (Edisi Keem). BPFE.
- Safitri, R. N., Suhendro, & Astungkara, A. (2024). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, dan Pajak Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2020-2022. *Oikos: Jurnal Kajian Pendidikan Ekonomi Dan Ilmu Ekonomi*, 9(1), 1–15. <https://doi.org/10.52447/jam.v8i2.7267>
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research Methods for Business: A Skill-Building Approach (7th Ed)*. Wiley.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order

- models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219–244.
- Stoiljković, A., Tomić, S., Leković, B., & Matic, M. (2023). Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence of Manufacturing Companies in the Republic of Serbia. *Sustainability (Switzerland)*, 15(1). <https://doi.org/10.3390/su15010778>
- Sudjiman, T. (2022). *Dasar-Dasar Akuntansi Keuangan*. Salemba Empat.
- Sugiyono. (2023). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D* (Sutopo (ed.); 5th ed.). Alfabeta.
- Suhardjo, Y., Karim, A., & Taruna, M. S. (2022). Effect of profitability, liquidity, and company size on capital structure: Evidence from Indonesia manufacturing companies. *Diponegoro International Journal of Business*, 5(1), 70–78. <https://doi.org/10.14710/dijb.5.1.2022.70-78>
- Tampubolon, W. B., Gultom, R., & Saragih, R. (2025). The Influence of Firm Size , Liquidity , Profitability , Business Risk , and Growth on Capital Structure in The Industrial Sector. *Jurnal Ilmu Manajemen, Ekonomi Dan Kewirausahaan*, 5(2).
- Timbangnusa, E., Tulung, J. E., & Untu, V. N. (2023). Pengaruh Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Tahun 2016-2020 (Pada Sektor Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal EMBA : Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis Dan Akuntansi*, 11(1), 910–919.
- Tursina, A. A. (2024). The Influence of Liquidity , Profitability , Firm Size , Tangibility and Growth on Capital Structure. *Indonesian Journal of Advanced Research (IJAR)*, 3(12), 2035–2054.
- Wahyuni, F. A., & Kristanti, F. T. (2024). The Influence of Profitability , Firm Size , Growth , Liquidity , Asset Tangibility , and Non-Debt Tax Shield on Capital Structure. *ATESTASI: JURNAL ILMIAH AKUNTANSI*, 7(2), 986–999.
- Widiastari, P. A., & Yasa, G. W. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, dan Ukuran Perusahaan Pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi*, 23, 957. <https://doi.org/10.24127/aj.v23i2.1339>
- Widiastari, P. A., & Yasa, G. W. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, dan Ukuran Perusahaan Pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi*, 23, 957.
- Yusuf, M., & Dyarini. (2025). Liquidity and Company Size Impact on Capital Structure with Profitability Mediation. *International Journal of Law Policy and Governance*, 4(2), 2025. <https://doi.org/10.54099/ijlpg.v4i2.1339>