

**PENGARUH PROFITABILITY, BUSINESS RISK,
NON-DEBT TAX SHIELDS, DAN LIQUIDITY TERHADAP CAPITAL STRUCTURE
PADA PERUSAHAAN SEKTOR INDUSTRI BARANG KONSUMSI
DI BURSA EFEK INDONESIA**

Desiliana Permata Sari

Email: DesiZhang96@gmail.com

Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Widya Dharma Pontianak

ABSTRAK

Struktur modal perusahaan menunjukkan besaran utang yang digunakan untuk menjalankan operasi perusahaan. Dalam penentuan besaran struktur modal tersebut, perlu dipertimbangkan sejumlah faktor. Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh *profitability*, *business risk*, *non-debt tax shields*, dan *liquidity* terhadap *capital structure*. Bentuk penelitian asosiatif dengan permodelan regresi OLS. Objek penelitian pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan sampel 35 perusahaan. Teknik pengumpulan data dengan studi dokumenter berupa data sekunder. Data diekstrak dari laporan keuangan tiap perusahaan sampel. Hasil analisis menunjukkan *liquidity* berpengaruh negatif terhadap *capital structure*, sedangkan *profitability*, *business risk*, dan *non-debt tax shields* tidak berpengaruh. Perusahaan yang semakin likuid menunjukkan dana internal yang memadai dan akan mengurangi pendanaan dari utang. Kemampuan keempat faktor dalam memberikan penjelasan terhadap perubahan struktur modal sebesar 46,5 persen.

KATA KUNCI: *Profitability, risk, tax shields, liquidity, capital structure.*

PENDAHULUAN

Perusahaan dalam melaksanakan kegiatan operasinya, membutuhkan sumber pendanaan yang dapat diperoleh dari sumber internal maupun eksternal perusahaan. Semakin besar sumber dana eksternal berupa utang, maka semakin besar pula struktur modal dari perusahaan tersebut. Penentuan besaran struktur modal pada perusahaan dapat dilakukan oleh manajemen dengan mempertimbangkan kemampuan penyediaan dana internal (Chen, 2004; Jong, Kabir, dan Nguyen, 2008; Chen, Jiang, dan Lin, 2014; Khan, Rukh, dan Bilal, 2018), risiko bisnis (Al-Najjar dan Taylor, 2008; Sheikh dan Wang, 2011; Alnajjar, 2015), penghemat pajak selain utang (Ozkan, 2001; Lim, 2012; Gao, 2016), dan kemampuan pemenuhan kewajiban yang segera jatuh tempo (Sheikh dan Wang, 2011; Malinić, Denčić-Mihajlov, dan Ljubenočić, 2013; Alipour, Mohammadi, dan Derakhshan, 2015).

Profitability menjadi indikator kemampuan penyediaan dana internal selama periode tertentu sedangkan *business risk* menjadi cerminan ketidakpastian perusahaan

atas tingkat pengembalian atau laba di masa mendatang. Perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi akan mengurangi ketergantungannya pada sumber pendanaan eksternal karena tingkat keuntungan yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk memperoleh sebagian besar pendanaannya dari laba perusahaan. Perusahaan yang menghadapi risiko bisnis yang besar akan menghindari penggunaan utang untuk struktur modalnya karena proporsi utang yang tinggi akan semakin meningkatkan risiko bagi perusahaan. Pertimbangan penghematan pajak yang bukan bersumber dari utang (*non-debt tax shield*) dan kesanggupan perusahaan memenuhi kewajiban (*liquidity*) dapat pula menjadi pertimbangan dalam penentuan proporsi pendanaan. Pembebanan depresiasi aset berwujud dalam hal ini dapat menjadi pertimbangan penghematan pajak tersebut. Penghematan pajak oleh perusahaan dari aset akan mengurangi penggunaan utang dalam operasi perusahaan. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi juga cenderung akan mengurangi penggunaan utang karena menjadi indikasi memadainya dana internal perusahaan sehingga perusahaan tidak bergantung kepada sumber pendanaan berupa utang.

Penulis tertarik untuk melakukan penelitian pengaruh *profitability*, *business risk*, *non-debt tax shields*, dan *liquidity* terhadap *capital structure*. Pengujian dilakukan pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi di Bursa Efek Indonesia yang memproduksi barang konsumsi yang dibutuhkan oleh masyarakat.

KAJIAN TEORITIS

Struktur modal (*capital structure*) perusahaan sebagai salah satu faktor fundamental yang mendukung operasi perusahaan. Oleh karenanya, keputusan mengenai sumber pendanaan tersebut harus dipertimbangkan dengan baik oleh manajer perusahaan. Menurut Sutrisno (2013: 263): “Struktur modal merupakan imbalan antara modal asing atau utang dengan modal sendiri.” Sedangkan menurut Sawir (2005: 10): Struktur modal adalah pendanaan permanen yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham.

Keberhasilan atau kegagalan yang dialami perusahaan tidak lepas dari keputusan pendanaan yang dilakukan di masa lalu maupun masa sekarang. Perusahaan yang sudah *go public* dalam perjalanan bisnisnya juga membutuhkan dana tambahan yang relatif besar untuk melakukan ekspansi. Pemenuhan akan kebutuhan dana tersebut dapat diperoleh melalui pendanaan internal maupun eksternal perusahaan tersebut. Bentuk

pendanaan internal perusahaan dapat diperoleh dari hasil kegiatan operasi perusahaan maupun dari penghematan pajak selain utang yang dilakukan oleh perusahaan melalui depresiasi aset berwujud. Sementara sumber pendanaan eksternal perusahaan dapat berupa utang maupun ekuitas. (Jaya, 2020).

Keputusan terkait struktur modal perusahaan dapat mengacu pada teori struktur modal. Menurut Harmono (2011: 137): “Teori struktur modal berkenaan dengan bagaimana modal dialokasikan dalam aktivitas investasi aktiva riil perusahaan, dengan cara menentukan struktur modal antara modal utang dan modal sendiri”. Modal utang yang dimaksud adalah pinjaman kepada pihak lain sedangkan modal sendiri adalah penerbitan ekuitas yang dilakukan perusahaan.

Salah satu cara yang dapat dilakukan untuk mendapatkan gambaran mengenai struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan adalah dengan menghitung nilai *debt to equity ratio* (DER) perusahaan tersebut. Rasio ini akan menunjukkan perbandingan antara nilai total utang yang terdiri dari utang jangka panjang dan utang jangka pendek terhadap seluruh ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan. Semakin besar nilai DER yang dihasilkan akan menunjukkan semakin besar pula utang yang digunakan oleh perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasinya.

Dalam penentuan kebijakan besaran struktur modal yang akan diterapkan, perusahaan sebelumnya harus mempertimbangkan faktor-faktor lain yang dapat memengaruhi kebijakan yang akan diambil. Beberapa faktor yang dapat dipertimbangkan terlebih dahulu antara lain kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan aset yang dimiliki, risiko yang akan dihadapi perusahaan kedepannya, penghematan pajak selain utang yang dapat diperoleh dari depresiasi aset berwujud milik perusahaan, dan kemampuan perusahaan dalam melunasi utang jangka pendeknya.

Profitabilitas (*profitability*) dari perusahaan menunjukkan bagaimana kemampuan pengelolaan dana yang ditanamkan untuk menghasilkan laba bagi perusahaan. Profitabilitas menurut Fahmi (2016: 80): “Rasio ini mengukur efektivitas manajemen secara keseluruhan yang ditunjukkan oleh besar kecilnya tingkat keuntungan yang diperoleh dalam hubungannya dengan penjualan maupun investasi.” Sementara menurut Brigham dan Houston (2019: 118): “*Profitability ratios: A group of ratios that show the combined effects of liquidity, asset management, and debt on operating results.*” Dengan menghitung nilai dari profitabilitas suatu perusahaan, dapat diketahui kemampuan

perusahaan dalam menyediakan sumber pendanaan internal berupa laba dari operasi perusahaan.

Salah satu cara untuk mengetahui profitabilitas dari perusahaan adalah dengan menghitung nilai dari *return on asset* (ROA). Menurut Harjito dan Martono (2013: 62): Rasio ini dihitung dengan membagi nilai EBIT atau laba sebelum bunga dan pajak perusahaan dengan total aset yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Semakin besar nilai dari profitabilitas yang dihasilkan menunjukkan kesuksesan dari perusahaan dalam memanfaatkan aset yang dimilikinya. Profitabilitas dalam hal ini berkaitan dengan struktur modal dimana profitabilitas dapat memengaruhi komponen struktur modal berdasarkan pada besar-kecilnya laba yang dapat dihasilkan perusahaan. Perusahaan yang menghasilkan laba besar kemudian tidak banyak memerlukan sumber pendanaan dari utang. Hal ini sebagaimana *pecking order theory* yang menyatakan dalam menentukan sumber pendanaan perusahaan, manajer mempunyai urutan atau hirarki tersendiri.

Dalam Brigham dan Houston (2019: 501): *Pecking order theory* menjelaskan urutan pendanaan bagi perusahaan, yakni dari sumber internal berupa laba ditahan baru kemudian diperoleh dari sumber eksternal berupa utang dan penerbitan ekuitas. Berdasarkan teori tersebut, profitabilitas memiliki pengaruh negatif pada struktur modal. Hal ini mengindikasikan bahwa tingkat profitabilitas yang lebih besar pada perusahaan akan berdampak pada penurunan struktur modal perusahaan. Argumen ini sejalan dengan penelitian Chen (2004), Jong, Kabir, dan Nguyen (2008), Chen, Jiang, dan Lin (2014), dan Khan, Rukh, dan Bilal (2018) yang menyatakan profitabilitas mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

Pengelolaan bisnis yang baik perlu mempertimbangkan risiko bisnis yang akan dihadapi perusahaan di masa depan. Menurut Fahmi (2015: 165): Risiko dapat ditafsirkan sebagai bentuk ketidakpastian tentang suatu keadaan yang akan terjadi nantinya (*future*) dengan keputusan yang diambil berdasarkan berbagai pertimbangan pada saat ini. Sementara menurut Van Horne dan Wachowicz (2013: 146): Risiko bisnis adalah ketidakpastian yang melekat pada operasi fisik perusahaan yang dampaknya diperlihatkan dalam variabilitas laba operasional perusahaan (EBIT). Risiko bisnis yang terjadi pada perusahaan dapat disebabkan oleh beberapa faktor. Menurut Brigham dan Houston (2019: 481): Risiko bisnis yang dapat terjadi pada perusahaan tergantung pada *competition, demand variability, sales price variability, input cost variability, product*

obsolescence, foreign risk exposure, regulatory risk and legal exposure, and extent to which costs are fixed: operating leverage.

Risiko bisnis perusahaan dapat diukur dengan memperhatikan tingkat *leverage* operasi perusahaan tersebut. Menurut Rustam (2017: 48): Salah satu rasio yang sering dipakai untuk mengukur risiko bisnis adalah *degree of operating leverage* (DOL). Menurut Van Horne dan Wachowicz (2013: 142): Tingkat *leverage* operasional (*degree of operating leverage* (DOL)) adalah ukuran kuantitatif dari sensitivitas laba operasional perusahaan atas perubahan dalam penjualan perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2019: 482): “*In general, holding other factors constant, the higher the degree of operating leverage, the greater the firm’s business risk.*” Hal ini dikarenakan semakin tinggi nilai DOL menunjukkan perusahaan tersebut sangat peka terhadap perubahan penjualan. Kepekaan terhadap perubahan penjualan tersebut akan membuat nilai EBIT semakin berfluktuasi dan menunjukkan risiko bisnis yang besar pada perusahaan tersebut.

Ketika perusahaan mengalami tingkat risiko bisnis yang besar, perusahaan akan cenderung menghindari penggunaan modal eksternal berupa utang untuk memenuhi kebutuhan operasinya. Hal ini dikarenakan dengan penggunaan utang, risiko bisnis akan semakin meningkat seiring munculnya beban atas pinjaman yang dilakukan. Apabila perusahaan mengalami kesukaran keuangan atau tidak memiliki aset yang mencukupi untuk membayar utang maupun beban bunga yang ditimbulkan, maka perusahaan akan dihadapi pada kemungkinan kebangkrutan. Oleh karena itu, semakin besar risiko bisnis yang terdapat pada perusahaan akan berdampak pada penurunan pembiayaan dengan utang (struktur modal). Argumen ini sejalan dengan penelitian Al-Najjar dan Taylor (2008), Sheikh dan Wang (2011), dan Alnajjar (2015) yang menyatakan perusahaan cenderung menghindari penggunaan utang di saat risiko bisnis yang dihadapi besar guna memperkecil kemungkinan kebangkrutan.

Penghematan pajak yang bukan bersumber dari utang (*non-debt tax shield*) merupakan salah satu keuntungan pajak yang dapat diperoleh perusahaan yaitu dalam bentuk depresiasi aset berwujud. Semakin tinggi nilai depresiasi perusahaan, maka semakin tinggi aset berwujud yang dimiliki perusahaan. Nilai depresiasi tersebut dapat membawa manfaat kepada perusahaan di mana perusahaan dapat menghemat pengeluaran pajak yang harus dibayarkan untuk kemudian dana tersebut dapat dimanfaatkan untuk keperluan operasi perusahaan. Perusahaan yang memiliki aset berwujud dalam jumlah besar akan cenderung menggunakan pendanaan internal yang

dimilikinya daripada menggunakan utang. Argumen ini sejalan dengan penelitian Ozkan (2001), Lim (2012), dan Gao (2016) yang menyatakan *non-debt tax shield* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap struktur modal perusahaan.

Likuiditas (*liquidity*) dalam perusahaan menunjukkan kemampuan dari perusahaan tersebut melunaskan semua kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aset lancar yang dimiliki. Menurut Riyanto (2010: 25): “Masalah likuiditas adalah berhubungan dengan masalah kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya yang segera harus dipenuhi.” Perusahaan dikatakan likuid jika perusahaan tersebut memiliki kemampuan dalam menyediakan aset lancar sedemikian rupa sehingga dapat memenuhi kewajiban finansialnya pada saat ditagih. Menurut Brigham dan Houston (2019: 108) “A liquid asset is one that trades in an active market and thus can be quickly converted to cash at the going market price.”

Aset yang dianggap likuid adalah aset yang dapat dengan segera digunakan dalam melakukan pembayaran kewajiban jangka pendek perusahaan. Menurut Wild, Subramanyam, dan Halsey (2005: 189): Aset yang dianggap likuid dari suatu perusahaan adalah kas dan setara kas, efek yang dapat diperjualbelikan, piutang usaha, persediaan, dan beban dibayar di muka. Salah satu ukuran yang umum digunakan untuk mengetahui likuiditas dari perusahaan adalah dengan menggunakan rasio lancar (*current ratio*). Menurut Riyanto (2010: 26):

“Likuiditas badan usaha dapat diketahui dari neraca pada suatu saat antara lain dengan membandingkan jumlah aktiva lancar (*current assets*) di satu pihak dengan utang lancar (*current liabilities*) di lain pihak, hasil perbandingan tersebut ialah apa yang disebut *current ratio* atau *working capital ratio*. *Current ratio* ini merupakan ukuran yang berharga untuk mengukur kesanggupan suatu perusahaan untuk memenuhi *current obligation*-nya.”

Current ratio dapat dihitung dengan membandingkan aset lancar dengan kewajiban lancar perusahaan. Semakin besar nilai *current ratio* yang dihasilkan menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki aset lancar yang lebih besar daripada kewajiban lancar. Besarnya aset lancar yang dimiliki perusahaan mencerminkan kemampuan dalam pelunasan kewajiban lancarnya di mana ketika kewajiban lancar tersebut dapat dipenuhi maka kemudian besaran struktur modal dari perusahaan juga akan mengalami penurunan. Oleh karena itu semakin likuid suatu perusahaan akan membuat struktur modal yang ada pada perusahaan tersebut semakin kecil. Argumen ini sejalan dengan hasil penelitian Sheikh dan Wang (2011), Malinić, Denčić-Mihajlov, dan Ljubenočić (2013), dan

Alipour, Mohammadi dan Derakhshan (2015) yang menyatakan bahwa likuiditas mempunyai pengaruh negatif terhadap struktur modal dari perusahaan.

HIPOTESIS

Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut, maka dirumuskan hipotesis dalam penelitian sebagai berikut:

H₁: Terdapat pengaruh negatif *profitability* terhadap *capital structure*.

H₂: Terdapat pengaruh negatif *business risk* terhadap *capital structure*.

H₃: Terdapat pengaruh negatif *non-debt tax shields* terhadap *capital structure*.

H₄: Terdapat pengaruh negatif *liquidity* terhadap *capital structure*.

METODE PENELITIAN

Bentuk penelitian yang digunakan adalah penelitian asosiatif. Analisis dengan regresi OLS. Variabel dependen dalam penelitian adalah struktur modal yang diukur dengan *debt to equity ratio* (Harmono, 2011), sedangkan variabel independen yang digunakan adalah profitabilitas yang diukur dengan *return on asset* (ROA) (Harjito dan Martono, 2013), risiko bisnis yang diukur dengan *degree of operating leverage* (DOL) (Rustam, 2017), *non-debt tax shield* yang diukur dengan membandingkan nilai depresiasi terhadap total aset (Lim, 2012), dan likuiditas yang diukur dengan *current ratio* (CR) (Brigham dan Houston, 2019). Populasi dalam penelitian adalah Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi di Bursa Efek Indonesia yang hingga tahun 2018 berjumlah lima puluh perusahaan. Pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria perusahaan yang telah IPO sebelum tahun 2014 dan diperoleh sampel sebanyak 35 perusahaan.

PEMBAHASAN

1. Analisis Statistik Deskriptif

Berikut ini disajikan statistik deskriptif Perusahaan Sub Sektor Industri Barang Konsumsi di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2014 hingga tahun 2018:

TABEL 1
STATISTIK DESKRIPTIF

Descriptive Statistics						
	N	Range	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	175	.8436	-.2176	.6259	.120942	.1412461
DOL	175	3268.1107	-175.5926	3092.5181	20.189212	238.6780796
NDTS	175	.0891	.0037	.0927	.028765	.0149569
CR	175	9.9117	.3426	10.2542	2.653949	1.9418085
DER	175	13.5398	-8.3383	5.2015	.787423	1.1028544
Valid N (listwise)	175					

Sumber: Data Olahan SPSS 22, 2020

Berdasarkan Tabel 1, dari nilai minimum -0,2176 pada variabel ROA menunjukkan bahwa masih terdapat Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi yang memiliki kinerja keuangan yang buruk yang mengakibatkan perusahaan mengalami kerugian dari setiap pemanfaatan asetnya. Selain itu, juga terdapat perusahaan yang menghadapi risiko bisnis yang tinggi sebesar 3.092,5181 dan menunjukkan sensitivitas EBIT yang tinggi ketika penjualan perusahaan berubah. Perusahaan sektor ini juga memiliki penyusutan aset tetap yang tergolong kecil dibuktikan dengan nilai *non-debt tax shield* terbesar adalah sebesar 0,0927. Rata-rata perusahaan di sektor ini cenderung *liquid* yang ditunjukkan dengan nilai rata-rata *current ratio* sebesar 2,653949. Selain itu dapat diketahui bahwa terdapat perusahaan yang memiliki total utang yang lebih besar dari asetnya dan menyebabkan DER minimum bernilai negatif sebesar 8,3383.

2. Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik meliputi uji normalitas residual, multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Hasil dari pengujian asumsi klasik telah dipastikan nilai residual berdistribusi normal, tidak mengalami multikolinieritas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi.

3. Analisis Pengaruh *Profitability*, *Business Risk*, *Non-Debt Tax Shields*, dan *Liquidity* terhadap *Capital Structure*

Berikut Tabel 2 analisis pengaruh *profitability*, *business risk*, *non-debt tax shields*, dan *liquidity* terhadap *capital structure* Perusahaan Sub Sektor Industri Barang Konsumsi di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2014 hingga tahun 2018:

TABEL 2
PENGARUH PROFITABILITY, BUSINESS RISK, NON-DEBT TAX SHIELDS,
DAN LIQUIDITY TERHADAP CAPITAL STRUCTURE

Model	B	t	R	Adjusted R Square	F
(Constant)	.698	14.978*	.693	.465	31.857*
ROA	-.216	-.697			
DOL	1.8E-4	.495			
NDTS	1.270	.620			
CR	-.240	-10.184*			

* Signifikansi level 0,01.

Sumber: Data Olahan SPSS 22, 2020

Berdasarkan Tabel 2 dibangun persamaan regresi linear berganda penelitian ini:

$$Y = 0,698 - 0,216X_1 + 0,00018X_2 + 1,270X_3 - 0,240X_4 + e$$

a. Analisis Korelasi dan Koefisien Determinasi

Berdasarkan Tabel 2, nilai koefisien korelasi (R) adalah sebesar 0,693 yang menandakan hubungan antara profitabilitas, risiko bisnis, *non-debt tax shield*, dan likuiditas dengan struktur modal bersifat searah dan kuat. Nilai *Adjusted R Square* adalah sebesar 0,465 menunjukkan bahwa variabel independen pada penelitian ini berpengaruh terhadap variabel dependen sebesar 46,5 persen.

b. Uji F

Berdasarkan Tabel 2, nilai F yang dihasilkan adalah sebesar 31,857. Nilai ini menunjukkan bahwa model penelitian ini layak untuk diujikan.

c. Analisis Pengaruh

Berdasarkan Tabel 2, menunjukkan hasil profitabilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal ditunjukkan dengan nilai t sebesar $-0,697$ (H_1 ditolak). Perusahaan dengan kebutuhan dana operasional yang besar tidak selamanya dapat dipenuhi hanya dengan menggunakan laba yang dihasilkan oleh perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan tetap harus menggunakan sumber pendanaan eksternal untuk mencukupi kebutuhan tersebut. Selain itu, komposisi dari struktur modal untuk perusahaan juga telah direncanakan oleh manajer perusahaan. Perencanaan tersebut dibutuhkan agar didapat struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal tersebut kemudian akan menciptakan keseimbangan di mana beban bunga dari penggunaan utang akan tertutupi oleh nilai perlindungan pajak yang dihasilkan dari utang.

Risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap struktur modal ditunjukkan dengan nilai t sebesar 0,495 (H_2 ditolak). Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi walaupun menghadapi risiko bisnis yang besar, tetap membutuhkan pendanaan untuk menjalankan kegiatan operasi perusahaannya. Pendanaan tersebut ada yang diperoleh dari ekuitas dan ada pula yang diperoleh dari utang. Risiko bisnis yang diukur dengan menggunakan *degree of operating leverage* (DOL) jika menghasilkan nilai yang tinggi menunjukkan risiko bisnis yang tinggi pula dikarenakan sensitivitas yang tinggi dari laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) akibat perubahan penjualan. Tetapi jika kemudian perusahaan dapat memelihara tingkat penjualan maka nilai DOL yang tinggi tersebut tidak akan berpengaruh pada perusahaan.

Non-debt tax shield tidak berpengaruh terhadap struktur modal ditunjukkan dengan nilai t sebesar 0,620 (H_3 ditolak). Perusahaan dengan nilai depresiasi yang tinggi menunjukkan besarnya jumlah aset berwujud yang dimilikinya. Besarnya aset berwujud yang dimiliki perusahaan menandakan perusahaan beroperasi dalam skala besar. Oleh karena itu, walaupun nilai depresiasi yang dihasilkan besar, tetap tidak akan mencukupi jika harus digunakan sebagai sumber pendanaan internal bagi perusahaan. Perusahaan tidak dapat mengandalkan nilai depresiasi, sehingga manajer harus mencari sumber pendanaan eksternal lain baik berupa utang maupun penerbitan ekuitas.

Nilai t sebesar $-10,184$ menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal (H_4 diterima). Perusahaan dengan likuiditas yang tinggi mencerminkan bahwa perusahaan memiliki aset lancar yang lebih besar daripada utang lancarnya. Perusahaan yang *liquid* juga menunjukkan perusahaan memiliki kinerja yang baik sehingga aset lancar yang ada dalam perusahaan mencerminkan ketersediaan dana internal perusahaan yang memadai. Ketersediaan dana internal perusahaan akan menjadi penyebab perusahaan meminimalisir risiko yang akan dihadapi dari penggunaan pendanaan dari pihak eksternal. Dengan meminimalisasi penggunaan utang maka perusahaan tidak perlu terbebani dengan kewajiban yang ditimbulkan dari penggunaan utang.

PENUTUP

Hasil dari pengujian menunjukkan bahwa profitabilitas, risiko bisnis, dan *non-debt tax shield* tidak berpengaruh terhadap struktur modal, sementara likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Semakin tinggi nilai likuiditas perusahaan akan membuat kurang tergantungnya pendanaan eksternal dari utang. Saran untuk peneliti selanjutnya adalah mempertimbangkan pertumbuhan penjualan. Pertumbuhan penjualan yang berubah dari waktu ke waktu memerlukan keputusan pendanaan yang tepat dari perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Alipour, Mohammad, Mir Farhad Seddigh Mohammadi, dan Hojjatollah Derakhshan. 2015. "Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Iran." *International Journal of Law and Management*, Vol. 57, no. 1, pp. 53-83.
- Alnajjar, Mohd I. M. 2015. "Business Risk Impact on Capital Structure: A Case of Jordan Industrial Sector." *Global Journal of Management and Business Research: C Finance*, vol. 15, no. 1, pp. 1-7.
- Al-Najjar, Basil dan Peter Taylor. 2008. "The Relationship Between Capital Structure and Ownership Structure: New Evidence from Jordanian Panel Data." *Managerial Finance*, vol. 34, no. 12, pp. 919-933.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2019. *Fundamentals of Financial Management*, edisi kelima belas. Boston: Cengage.
- Chen, Jean J. 2004. "Determinants of Capital Structure of Chinese-listed Companies." *Journal of Business Research*, vol. 57, pp. 1341-1351.
- Chen, Jian, Jiang Chunxia, dan Lin Yujia. 2014. "What Determine Firm's Capital Structure in China?" *Managerial Finance*, vol. 40, no. 10, pp. 1024-1039.
- Fahmi, Irham. 2015 *Pengantar Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Bandung: Alfabeta.
- _____. 2016. *Pengantar Manajemen Keuangan*. Bandung: Alfabeta.
- Gao, Ruibing. 2016. "An Empirical Study on the Influence of Non-Debt Tax Shield on the Choice of Corporate Debt Levels—Based on the Tax Preference Policy." *International Journal of Business and Social Science*, vol. 7, no. 1, pp. 201-212.
- Harjito, Agus dan Martono. 2013. *Manajemen Keuangan*, edisi ke dua. Yogyakarta: Ekonisia.
- Jaya, S. (2020). Pengaruh Ukuran Perusahaan (Firm Size) dan Profitabilitas (ROA) terhadap Nilai Perusahaan (Firm Value) pada Perusahaan Sub Sektor Property dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Manajemen Motivasi*, 16(1), 38-44.

- Jong, Abe de, Rezaul Kabir, dan Thuy Thu Nguyen. 2008. "Capital Structure Around the World: The Roles of Firm and Country-specific Determinants." *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, pp. 1954-1969.
- Khan, Sangeen, Lala Rukh, dan Hazrat Bilal. 2018. "Contributing Factors of Capital Structure: A Case of Non-Financial Companies Listed at KSE 100." *Review of Economics and Development Studies*, vol. 4, no. 2, pp. 127-133.
- Lim, Thian Cheng. 2012. "Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from Financial Services Listed Firms in China." *International Journal of Economics and Finance*, vol. 4, no. 3, pp. 191-203.
- Malinić, Dejan, Ksenija Denčić-Mihajlov, dan Ema Ljubenić. 2013. "The Determinants of Capital Structure in Emerging Capital Markets: Evidence from Serbia." *European Research Studies*, vol. 16, no. 2, pp. 98-119.
- Ozkan, Aydin. 2001. "Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data." *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 28, pp. 175-198.
- Riyanto, Bambang. 2010. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE.
- Rustam, Bambang Riyanto. 2017. *Manajemen Risiko Prinsip, Penerapan, dan Penelitian*. Jakarta: Salemba Empat.
- Sawir, Agnes. 2005. *Analisis Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- Sheikh, Nadeem Ahmed dan Zongjun Wang. 2011. "Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan." *Managerial Finance*, vol. 37, no. 2, pp. 117-133.
- Sutrisno. 2013. *Manajemen Keuangan Teori Konsep dan Aplikasi*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Van Horne, James C. dan John M. Wachowicz. 2013. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan* (Judul asli: *Fundamentals of Financial Management*, edisi ketiga belas). Penerjemah Quratul'ain Mubarakah. Jakarta: Salemba Empat.
- Wild, John, J., K.R.Subramanyam, dan Robert F. Halsey. 2005. *Analisis Laporan Keuangan*, edisi kedelapan (Judul asli: *Financial Statement Analysis*, edisi kedelapan). Penerjemah Yanivi S. Bachtiar dan S. Nurwahyu Harahap. Jakarta: Salemba Empat.