

PENGARUH RISIKO BISNIS, PROFITABILITAS DAN LIKUIDITAS TERHADAP STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN FARMASI DI BURSA EFEK INDONESIA

Indriani Indah Astuti¹⁾, Keti Purnamasari²⁾

¹⁾Jurusan Akuntansi, Politeknik Negeri Sriwijaya

²⁾Jurusan Administrasi bisnis, Politeknik Negeri Sriwijaya
email: indrie1909@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh risiko bisnis, profitabilitas dan likuiditas terhadap struktur modal pada perusahaan farmasi di Bursa Efek Indonesia. Tujuan dilakukan penelitian ini adalah untuk mengetahui dan menganalisis ada atau tidaknya pengaruh risiko bisnis, profitabilitas dan likuiditas terhadap struktur modal perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2019 sampai dengan tahun 2023. Total sampel penelitian ini adalah 10 perusahaan yang ditentukan melalui *purposive sampling*. Analisis data menggunakan regresi data panel yang sebelumnya dilakukan pengujian untuk menentukan efek dalam model estimasi regresi panel. Berdasarkan hasil dari uji asumsi klasik, data penelitian telah memenuhi kondisi dalam penggunaan regresi data panel. Model diestimasi menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM). Hasil penelitian menunjukkan bahwa risiko bisnis, profitabilitas dan likuiditas secara bersama-sama signifikan memengaruhi struktur modal. Risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap struktur modal, profitabilitas signifikan negatif memengaruhi struktur modal dan likuiditas signifikan positif memengaruhi struktur modal.

Kata Kunci : Risiko Bisnis, Profitabilitas, Likuiditas, Struktur Modal

Abstract

This study was conducted to examine the effect of business risk, profitability and liquidity on capital structure at pharmaceutical companies in BEI. The purpose of this study is to determine and analyze the presence or absence of the influence of business risk, profitability and liquidity to the capital structure of pharmaceutical companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2019 to 2023. The total sample of this study is 10 companies determined through purposive sampling. The data analysis uses panel data regression that was previously tested to determine the effect in the panel regression estimation model. Based on the results of the classical assumption test, the research data has met the conditions in the use of panel data regression. Model is estimated using Fixed Effect Model (FEM). The results show that business risk, profitability and liquidity significantly affect the capital structure. Business risk has no effect on capital structure, profitability has significant negative effect the capital structure, and liquidity has significant positive effect on capital structure.

Keywords: Business Risk, Profitability, Liquidity, Capital Structure

1. PENDAHULUAN

Modal dalam hal ini adalah modal finansial merupakan salah satu faktor produksi yang berperan penting dalam menjalankan aktivitas perusahaan. Penggunaan hutang dalam sumber pendanaan diharapkan mampu menekan biaya modal yang pada akhirnya meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Pemenuhan kebutuhan modal

merupakan salah satu keputusan strategis yang harus diambil oleh manajemen. Keputusan yang salah tentang struktur modal akan menyebabkan perusahaan mengarah kepada *financial distress* atau bahkan menuju kebangkrutan. Sebaliknya, keputusan struktur modal yang tepat akan mampu meningkatkan efisiensi biaya modal dan nilai perusahaan.

Untuk dapat menetapkan struktur modal yang optimal dalam keputusan pendanaannya, perusahaan dituntut untuk mempertimbangkan dan menganalisis kombinasi sumber-sumber dana ekonomis guna membelanjai kebutuhan-kebutuhan investasi serta kegiatan usahanya. Untuk itu, dalam penetapan struktur modal, perusahaan perlu mempertimbangkan berbagai faktor yang mempengaruhinya. Beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan diantaranya adalah risiko bisnis, likuiditas, dan profitabilitas.

Bagi Gitman (2013) risiko bisnis ialah salah satu risiko yang dialami industri, pada saat menjalankan aktivitas operasional, dapat berupa ketidaksanggupan perusahaan dalam membiayai aktivitas operasionalnya. Perusahaan dengan pemakaian pinjaman yang jauh tinggi dari dana pribadi berakibat meningkatnya rasio hutang yang mempengaruhi struktur modal. Sehingga dengan meningkatnya risiko bisnis akan menurunkan struktur modal, karena dengan meningkatnya risiko bisnis akan tidak mudah memperoleh keyakinan investor sebab sulit penuh kewajiban. Sesuai dengan riset yang dilaksanakan Primantara & Dewi (2016) risiko bisnis berdampak buruk pada struktur modal dan ialah indikator potensial bisa berdampak dan mengancam kelangsungan hidup perusahaan.

Pada umumnya perusahaan-perusahaan yang memiliki tingkat keuntungan tinggi menggunakan utang yang relatif kecil. Tingkat keuntungan yang tinggi memungkinkan mereka untuk memperoleh sebagian besar pendanaan dari laba ditahan. Dalam hal ini perusahaan akan cenderung memilih laba ditahan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan. Rasio profitabilitas atau rasio yang sering disebut selaku alat ukur kinerja manajemen merupakan rasio yang dimanfaatkan guna memperhitungkan keahlian industri mendapatkan profit serta memberikan ukuran daya guna manajemen sebuah industri dalam mendapatkan laba dari penjualan maupun investasi (Kasmir, 2019). Makin profitabilitas perusahaan

akibatnya makin kecil struktur modal. Industri yang *profitable* dengan tingkatan *return* yang besar akan memakai pinjaman cenderung rendah, hal ini dapat mempengaruhi penyusutan struktur modal. Perihal itu serupa dengan riset dari Ayu Indira dan I Ketut Mustanda (2018) menyatakan profitabilitas berdampak buruk kepada struktur modal sebab industri dengan profit tinggi mempunyai jumlah pinjaman jauh lebih sedikit.

Menurut Kasmir (2019), rasio likuiditas berfungsi sebagai alat untuk mengukur keahlian industri pada memenuhi tanggungan yang jatuh tempo. Pada penelitian tersebut, rasio likuiditas ditunjukkan *quick ratio* (QR) yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam penuh peranan jangka pendek tanpa memperkirakan bekal sebab dikira membutuhkan durasi yang lumayan lama untuk jadi uang. Tingginya nilai likuiditas pada industri hendak mempengaruhi struktur modal, karena industri yang likuid cukup guna penuh peranan yang hendak jatuh tempo akibatnya penggunaan struktur modal berkurang. Penelitian oleh Septiani & Suaryana (2018) menyatakan industri dengan nilai likuiditas tinggi cenderung tidak memanfaatkan hutang dan dengan likuiditas yang tinggi perusahaan mampu membayar kewajiban sehingga berpengaruh menurunnya struktur modal.

Perusahaan manufaktur khususnya perusahaan farmasi adalah perusahaan yang memiliki rata-rata struktur modal yang besar. Peran yang begitu besar pada sektor industri manufaktur khususnya farmasi terhadap perekonomian negara menjadi daya tarik untuk dilakukan penelitian tentang struktur modal pada industri tersebut. Permasalahan yang sedang dihadapi adalah tingginya tingkat hutang yang dimiliki oleh perusahaan-perusahaan yang *go publik* di BEI. Hal ini mencerminkan bahwa ketergantungan para perusahaan di Indonesia yang *go publik* di BEI terhadap pihak luar sangatlah besar. Keputusan pendanaan yang bagus bisa diamati dari struktur modal ialah ditetapkan

keuangan yang berhubungan dengan utang, utang periode panjang maupun utang periode pendek (Adhe, 2018). Perseroan dengan komposisi utang yang tinggi akan menimbulkan pandangan negatif pada investor karena berpotensi tidak dapat membayar kewajiban, beban bunga dan perusahaan diduga mengalami *financial distress*. Sementara perseroan dengan jumlah utang yang rendah akan menerbitkan komposisi pinjaman ringan akan berpeluang menerbitkan saham terkini yang akan memunculkan anggaran publikasi dan hal ini akan mengurangi modal perusahaan (Kristina, 2020).

Penelitian tentang struktur modal menarik untuk diteliti karena berdasarkan hasil-hasil penelitian sebelumnya masih ditemukan hasil-hasil penelitian yang kontroversi antara variabel *dependent* (X) terhadap variabel *independent* (Y). Menurut Rachmayanti & Yuniningsih (2023), likuiditas dan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal, Struktur aktiva dan risiko bisnis berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Berdasarkan paparan di atas, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengaruh risiko bisnis, profitabilitas dan likuiditas terhadap struktur modal pada perusahaan farmasi di Indonesia pada tahun 2019 sampai dengan 2023. Keterbaruan riset ini fokus pada struktur modal yang berasal dari eksternal yakni dalam *leverage* ataupun hutang. Perusahaan dengan ukuran pinjaman besar akan berpeluang tak bisa lunasi kewajiban maupun bobot bunga, sehingga menimbulkan pandangan negatif pada investor dan kreditor. Perusahaan dengan jumlah utang yang tinggi diduga mengalami *financial distress* akibatnya penanam modal tidak akan tertarik terlebih lagi menarik investasinya kembali. Sementara perseroan dengan jumlah hutang yang rendahakan berpotensi menerbitkan saham yang akan memunculkan pengeluaran publikasi serta akan kurangi modal sendiri.

2. TELAAH LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori *Pecking Order* menjelaskan mengenai pengambilan suatu keputusan pendanaan perusahaan dengan menentukan sumber dana yang paling disukai. *Pecking order theory* merupakan suatu kebijakan yang ditempuh oleh suatu perusahaan untuk mencari tambahan dana dengan cara menjual aset yang dimilikinya. Teori ini menjelaskan keputusan pendanaan yang diambil oleh perusahaan (Donaldson, 1961). Secara ringkas, teori ini menyatakan bahwa:

1. Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan).
2. Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian dividen yang ditargetkan, dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran dividen secara drastis.
3. Kebijakan dividen yang relatif segan untuk diubah, disertai dengan fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga, mengakibatkan bahwa dana hasil operasi kadang-kadang melebihi kebutuhan dan untuk investasi, meskipun pada kesempatan yang lain, mungkin kurang. Apabila dana hasil operasi kurang dari kebutuhan investasi, maka perusahaan akan mengurangi saldo kas atau menjual sekuritas yang dimiliki.
4. Apabila pendanaan dari luar diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu, yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan.

Teori *pecking order* menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai urutan preferensi dalam memilih sumber pendanaan. Perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan karena mereka mempunyai target rasio hutang yang rendah, tetapi karena memang mereka membutuhkan *external financing* yang sedikit. Perusahaan-perusahaan yang

kurang *profitable* cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena alasan dana internal yang tidak mencukupi kebutuhan dan karena hutang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai. Pendanaan internal lebih disukai karena hal tersebut memungkinkan perusahaan untuk tidak membuka diri lagi terhadap pihak luar. Dalam pendanaan eksternal, hutang lebih disukai daripada modal sendiri karena pertimbangan biaya emisi obligasi akan lebih murah dibanding dengan biaya emisi saham. Selain itu manajemen juga mengkhawatirkan apabila melakukan penerbitan saham baru dipandang sebagai hal yang negatif oleh para pemodal, hal tersebut tentunya berdampak buruk bagi harga saham (Husnan, 2010).

Teori sinyal (*signalling theory*) berawal dari tulisan Akerlof pada karyanya ditahun 1970 "*The Market for Lemons*", yang memperkenalkan istilah informasi asimetris (*assymetri information*). Signaling berakar dalam gagasan informasi asimetris, yang mengatakan bahwa dalam beberapa transaksi ekonomi, ketidaksetaraan dalam akses ke informasi pasar normal untuk pertukaran barang dan jasa. Pada tahun 1973, seminalis Spence mengusulkan agar kedua pihak bisa mendapatkan sekitar masalah informasi asimetris dengan memiliki salah satu pihak mengirimkan sinyal yang akan mengungkapkan beberapa bagian informasi yang relevan kepada pihak lain.

Prinsip *signaling* ini mengajarkan bahwa setiap tindakan mengandung informasi. Hal ini disebabkan karena adanya *asymmetric information*. *Asymmetric information* adalah kondisi dimana suatu pihak memiliki informasi yang lebih banyak daripada pihak lain. Teori sinyal juga dapat membantu pihak perusahaan (*agent*), pemilik (prinsipal), dan pihak luar perusahaan mengurangi asimetri informasi dengan menghasilkan kualitas atau integritas informasi laporan keuangan. Untuk memastikan pihak-pihak yang berkepentingan meyakini keandalan informasi keuangan yang disampaikan pihak perusahaan (*agent*), perlu mendapatkan opini dari pihak lain yang

bebas memberikan pendapat tentang laporan keuangan.

Teori agensi menjelaskan pentingnya delegasi otoritas dari pihak prinsipal ke pihak agen dalam kontrak yang telah disepakati karena hal ini berkaitan dengan pertanggungjawaban agen kepada prinsipal. Dalam kontrak ini akan muncul biaya agen (*agency cost*) yang ditanggung oleh kedua belah pihak.

Tujuan dari manajemen struktur modal atau *capital structure management* adalah menggabungkan sumber – sumber dana yang digunakan perusahaan untuk membiayai operasi. Dengan kata lain, tujuan ini dapat dilihat sebagai pencarian gabungan dana yang akan meminimumkan biaya modal dan dapat memaksimalkan harga saham. Struktur modal yang demikian, dapat kita sebut sebagai struktur modal yang optimal. Konsep penting manajemen modal adalah masalah sumber dana dan penggunaan dana. Dana dapat dipenuhi dari sumber intern ataupun sumber ekstern perusahaan. Dana tersebut dialokasikan untuk membelanjai aktiva perusahaan. Pada hakekatnya, pemenuhan dan pengalokasian dana menyangkut masalah keseimbangan finansial dalam perusahaan, yaitu mengadakan keseimbangan finansial antara aktiva dengan pasiva tersebut dengan sebaik – baiknya. Keseimbangan finansial dapai dicapai, apabila perusahaan tersebut selama menjalankan fungsinya tidak menghadapi gangguan–gangguan finansial yang disebabkan tidak adanya keseimbangan antara jumlah modal yang tersedia dengan modal yang dibutuhkan.

Risiko bisnis adalah risiko aset perusahaan jika perusahaan tidak menggunakan hutang. Risiko bisnis dapat meningkat ketika perusahaan menggunakan hutang yang tinggi untuk memenuhi kebutuhan pendanaannya. Risiko timbul seiring dengan munculnya beban biaya atas pinjaman yang dilakukan perusahaan. Semakin besar beban biaya yang harus ditanggung maka semakin risiko yang dihadapi perusahaan juga semakin besar (Brigham & Houston, 2011). Berdasarkan *pecking order theory*, perusahaan cenderung memilih pendanaan

berdasarkan urutan risiko. Jadi, perusahaan lebih memilih pendanaan dari sumber dana internal baru kemudian sumber dana eksternal. Dalam menentukan pendanaan dari sumber eksternal, perusahaan umumnya lebih memilih cara hutang daripada pemenuhan modal sendiri. Di sisi lain, apabila perusahaan mengadakan evaluasi terhadap rencana-rencana proyek investasi, pada umumnya terdapat pola di mana harus proyek-proyek yang memberikan harapan hasil yang disertai dengan tingkat risiko yang tinggi. Sebaliknya proyek-proyek yang menawarkan hasil yang rendah memiliki tingkat risiko yang rendah pula.

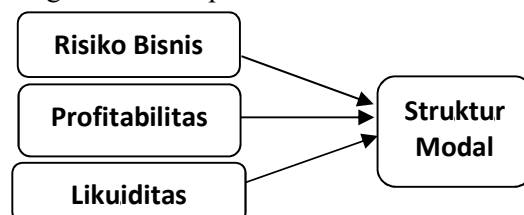
Profitabilitas adalah rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Rasio ini juga memberikan ukuran tingkat efektivitas manajemen suatu perusahaan. Hal ini ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan dari penjualan dan pendapatan investasi. Intinya adalah penggunaan rasio ini menunjukkan efisiensi perusahaan (Kasmir, 2019). Implikasi *pecking order theory* adalah perusahaan yang mempunyai profit tinggi, akan menggunakan utang dalam jumlah rendah, dan sebaliknya. Perusahaan yang mempunyai profit tinggi memungkinkan mereka untuk menggunakan laba ditahan (*retained earning*) sebagai sumber pendanaan perusahaan dari dalam. Alasannya, biaya dana internal lebih murah dibanding biaya dana eksternal. Sementara perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal.

Berdasarkan uraian tersebut dapat disimpulkan, bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap struktur modal dengan didasarkan bahwa perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi akan mengurangi tingkat ketergantungannya pada pihak luar, karena tingkat keuntungan yang tinggi memungkinkan perusahaan untuk memperoleh sebagian besar pendanaannya dari laba ditahan dan hal ini tentunya akan

berpengaruh terhadap penentuan komposisi struktur modal.

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk membayar hutang-hutangnya yang jatuh tempo. Secara khusus jika ditinjau dari kebijakan yang dilakukan manajer dalam mengatur aktiva perusahaan, maka likuiditas dapat diartikan sebagai proporsi dari aktiva perusahaan yang diinvestasikan ke dalam kas dan *marketable securities* atau surat berharga. Rasio antara kas ditambah *marketable securities* terhadap total asset ini pada dasarnya menunjukkan *cash position*. *Current Ratio* merupakan salah satu ukuran likuiditas yang dihitung dengan membagi aktiva lancar dengan hutang atau kewajiban lancar. Semakin tinggi *Current Ratio* berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Dalam penelitian ini likuiditas menggunakan proksi *current ratio*. *Current Ratio* merupakan salah satu ukuran likuiditas yang dihitung dengan membagi aktiva lancar dengan hutang atau kewajiban lancar. Semakin tinggi *Current Ratio* berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Likuiditas memainkan peranan yang sangat penting dalam faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal. Menurut teori pertukaran dalam struktur modal ada hubungan yang positif antara struktur kepemilikan dan likuiditas aset pada perusahaan. Rasio likuiditas aset yang tinggi dapat dipertimbangkan oleh investor untuk menjadi sinyal positif karena itu mengindikasikan bahwa perusahaan dapat dengan mudah membayar obligasinya dan dihadapkan pada risiko kebangkrutan yang rendah.

Alur kerangka pengembangan hipotesis dalam penelitian ini dapat digambarkan seperti berikut:



Gambar 1
Pengembangan Hipotesis

Maka hipotesis dapat dirumuskan sebagai berikut:
 Risiko bisnis, profitabilitas dan likuiditas berpengaruh secara signifikan terhadap struktur modal.

3. METODE PENELITIAN

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan farmasi yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia yaitu terdapat 11 perusahaan farmasi. Pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan kriteria yaitu perusahaan farmasi yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia periode 2019 s.d. 2023 serta memiliki data keuangan lengkap yang dibutuhkan dalam penelitian ini. Berdasarkan kriteria tersebut terpilih 10 perusahaan yang menjadi sampel penelitian dengan periode waktu selama lima tahun mulai dari tahun 2019 s.d. 2023 sehingga sampel penelitian ini berjumlah 50. Hanya satu perusahaan yang tidak terpilih sebagai sampel yaitu Soho *Global Health Tbk.* (SOHO) dikarenakan terdaftar di BEI mulai tanggal 08 September 2020. Adapun perusahaan sampel terangkum dalam tabel berikut ini :

Tabel 1

No.	Nama Perusahaan	Kode
1.	Darya-Varia Laboratoria Tbk.	DVLA
2.	Indofarma Tbk.	INAF
3.	Kimia Farma Tbk.	KAEF
4.	Kalbe Farma Tbk.	KLBF
5.	Merck Tbk.	MERK
6.	Organon Pharma Indonesia Tbk.	SCPI
7.	Phapros Tbk.	PEHA
8.	Pyridam Farma Tbk.	PYFA
9.	Industri Jamu dan Farmasi Sido Tbk.	SIDO
10.	Tempo Scan Pacific Tbk.	TSPC

Daftar Perusahaan Sampel

Metode regresi yang digunakan untuk memecahkan permasalahan dalam penelitian ini adalah menggunakan analisis regresi data panel. Persamaan regresi pada penelitian ini adalah :

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

Y adalah variabel struktur modal (*Debt to Equity Ratio-DER*)

α adalah konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$ adalah koefisien regresi panel

X_1 adalah variabel risiko bisnis (*Business Risk*)

X_2 adalah variabel profitabilitas (*Return on Equity-ROE*)

X_3 adalah variabel likuiditas (*Current Ratio-CR*)

ε adalah *Standard Error*

Regresi data panel dimulai dengan penentuan efek dalam model sehingga diperoleh model estimasi yang paling tepat. Penentuan efek dilakukan dengan uji *Chow*, uji *Hausman* dan uji *Lagrange Multiplier*. Hasil dari uji penentuan efek tersebut kemudian dapat digunakan untuk uji hipotesis. Pengujian hipotesis terdiri dari Uji statistik F, uji statistik t, dan uji koefisien determinasi (R^2).

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Dalam penelitian ini statistik deskriptif terangkum dalam tabel berikut :

Tabel 2
 Statistik Deskriptif

Variable	X_1	X_2	X_3
Nilai Rata-Rata	0,097469	0,55166	2,616011
Nilai Minimum	-1,152525	-72,356	0,1616
Nilai Maksimum	0,483429	62,27	5,94

Sumber: Hasil olah data (2024)

Berdasarkan hasil statistik deskriptif, nilai rata-rata untuk variabel X_1 (Risiko Bisnis) adalah sebesar 9,7469% dengan nilai minimum sebesar -115,2525% yaitu pada perusahaan Indofarma Tbk. (INAF) tahun 2023 sedangkan nilai maksimum adalah sebesar 48,3429% yaitu pada perusahaan Pyridam Farma Tbk. (PYFA) tahun 2022.

Nilai rata-rata untuk variabel X_2 (Profitabilitas-ROE) adalah sebesar 55,166% dengan nilai minimum sebesar -7.235,6% yaitu pada perusahaan Indofarma Tbk. (INAF) tahun 2023 sedangkan nilai

maksimum adalah sebesar 62,27% yaitu pada perusahaan Pyridam Farma Tbk. (PYFA) tahun 2022.

Nilai rata-rata untuk variabel X_3 (likuiditas) adalah sebesar 261,6011% dengan nilai minimum sebesar 16,16% yaitu pada perusahaan Indofarma Tbk. (INAF) tahun 2023 sedangkan nilai maksimum adalah sebesar 594% yaitu pada perusahaan Organon Pharma Indonesia Tbk. (SCPI) tahun 2019.

Pemilihan model terbaik di antara metode *fixed effect* dan metode *common effect* dilakukan dengan menggunakan Uji Chow. Apabila *fixed effect* terpilih sebagai metode terbaik, maka dilakukan Uji Hausman untuk memilih antara metode *fixed effect* dan metode *random effect*. Apabila metode *Fixed Effect* telah terpilih sebanyak dua kali dalam Uji Chow maupun Uji Hausman, maka pemilihan model tidak dilanjutkan ke Uji *Lagrange Multiplier*. Namun, apabila pada saat dilakukan Uji Hausman yang terpilih adalah metode *random effec*, maka untuk memilih model terbaik antara *random effect* dan model *common effect* diperlukan Uji *Lagrange Multiplier* (Purnamasari, 2020).

Tabel 3
Hasil Uji Chow

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3,034550	(9,37)	0,0081
Cross-section chi-square	27,640597	9	0,0011

Sumber: Hasil Olah Data (2024)

Nilai Probabilitas pada Cross-section $F < \alpha$ yaitu sebesar $0,0000 < 0,05$, yaitu sebesar $0,0000 < 0,05$, maka dapat berdasarkan Chow Test, model *Fixed Effect* lebih tepat dibandingkan model *Common Effect*.

Tabel 4
Hasil Uji Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	14,235252	3	0,0026

Sumber: Hasil olah data (2024)

Nilai probabilitas $< \alpha$ yaitu sebesar $0.0000 < 0.05$, maka dapat

disimpulkan berdasarkan *Hausman Test*, model *Fixed Effect* lebih tepat dibandingkan model *Random Effect*. Model *Fixed Effect* telah terpilih sebanyak 2 (dua) kali. Dengan demikian pemilihan selanjutnya dengan menggunakan *Lagrange Multiplier* tidak perlu dilakukan karena model *Fixed Effect* merupakan model terbaik untuk menjawab tujuan penelitian.

Tabel 5
Hasil Regresi Data Panel

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
C	76,87117	3,438951	0,0013
X_1	0,011125	0,096801	0,9233
X_2	-3,234305	-277,3866	0,0000
X_3	0,143914	7,613641	0,0000
Effect Spesification			
R-squared			0,999276
Adjusted R-squared			0,999229
F-statistic			21171,80
Prob. (F-statistic)			0,000000

Sumber: Hasil olah data (2024)

Nilai probabilitas F hitung untuk model dalam penelitian ini sebesar 0,000000 lebih kecil dari tingkat signifikansi $\alpha=5\%$ maka dapat simpulkan bahwa variabel risiko bisnis (X_1), profitabilitas (X_2), dan likuiditas (X_3) secara bersama-sama berpengaruh terhadap struktur modal. Secara parsial, variabel risiko bisnis (X_1) tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Variabel profitabilitas (X_2) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal sedangkan variabel likuiditas (X_3) berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

Besarnya koefisien determinasi (R Square) untuk model penelitian ini adalah sebesar 0,999276 atau 99,93%. Hal ini berarti 99,30% variabel struktur modal dapat dijelaskan oleh variasi dari ketiga variabel independen yaitu variabel risiko bisnis (X_1), profitabilitas (X_2), dan likuiditas (X_3) sedangkan sisanya 0,07% dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

Pengaruh Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal

Hasil penelitian ini mengidentifikasi bahwa X_1 (*bussiness risk*) tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini tidak sejalan dengan teori yang menyatakan bahwa semakin tinggi

risiko bisnis maka semakin tinggi tingkat DER. Penelitian ini memiliki hasil yang sama dengan penelitian Pradana et al., (2013), penelitian Sawitri & Lestari (2015) dan penelitian Septiani & Suaryana (2018). Hal ini dikarenakan investor atau kreditur merupakan pengambil risiko (*risk taker*) yang berani dalam menghadapi risiko bisnis suatu perusahaan. *Risk taker* mengacu pada individu yang bersedia menerima ketidakpastian ekonomi yang lebih besar sebagai ganti potensi keuntungan yang lebih tinggi. *Risk taker* memberikan toleransi risiko yang tinggi, atau jumlah potensi kerugian yang bersedia diterima oleh investor.

Risiko bisnis memiliki pengaruh yang tidak signifikan dengan struktur modal karena rendahnya risiko akan mengakibatkan manajemen perusahaan kurang mempertimbangkan risiko bisnis dalam menentukan besarnya utang (Sawitri & Lestari, 2015). Risiko bisnis adalah ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya. Risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap struktur modal dikarenakan terdapat beberapa investor atau kreditur yang memiliki sifat *risk taker* sehingga tidak terlalu memperhatikan risiko bisnis suatu perusahaan. Bahkan ada beberapa yang merasa tidak masalah dengan risiko yang tinggi, dikarenakan mereka memiliki kesempatan untuk memperoleh tingkat pengembalian yang lebih besar pada perusahaan tersebut (Septiani & Suaryana, 2018).

Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur modal

Hasil penelitian ini mengidentifikasi bahwa X_2 (profitabilitas) yang diukur dengan *return on equity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Hal ini menyatakan bahwa semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan maka semakin rendah struktur modal perusahaan tersebut, dan apabila profitabilitas perusahaan tersebut rendah maka tingkat struktur modal juga tinggi. Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Nurwulandari (2021) dan penelitian

Nursyahbani & Sukarno (2023). Perusahaan lebih mengutamakan penggunaan dana internal dalam membiayai kegiatan operasional perusahaan sehingga menyebabkan pendanaan dari utang rendah.

Kondisi ini sesuai dengan *Pecking Order Theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung mengurangi penggunaan dana yang bersumber dari utang. Perusahaan lebih cenderung menggunakan dana internal dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya. Namun, jika perusahaan memiliki tingkat profitabilitas yang rendah maka dalam pemenuhan kewajiban perusahaan akan menggunakan dana eksternal berupa utang dalam memenuhi kewajiban tersebut karena perusahaan memiliki jumlah laba ditahan yang rendah (Umayroh & Irsad, 2021).

Pecking Order Theory menjelaskan mengenai hierarki pendanaan dimana perusahaan memprioritaskan strategi pembiayaan mereka berdasarkan jalur yang paling mudah. Pembiayaan internal seperti arus kas internal adalah metode pilihan pertama, diikuti oleh pembiayaan utang dan ekuitas eksternal seperti saham sebagai pilihan terakhir. Untuk mendanai operasi, perusahaan pertama-tama memanfaatkan dana internal, seperti laba. Jika dana ini rendah, perusahaan beralih ke utang, seperti pinjaman. Jika perusahaan masih membutuhkan dana, perusahaan mempertimbangkan ekuitas (misalnya, menjual saham bisnis).

Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal

X_3 (Likuiditas/*Current ratio*) secara signifikan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Semakin tinggi likuiditas maka semakin tinggi tingkat DER demikian sebaliknya semakin rendah tingkat likuiditas maka semakin rendah pula tingkat DER. Perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi merasa bahwa mereka memiliki kemampuan yang baik dalam membayar utang sehingga menyebabkan penggunaan dana eksternal yang berasal dari utang tinggi.

Likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

Perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi memiliki kemampuan yang baik dalam membayar utang sehingga menyebabkan penggunaan dana eksternal yang berasal dari utang tinggi serta lebih dipercaya oleh kreditur dalam memperoleh dana yang bersumber dari utang.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Nabayu et al., (2020). Perusahaan akan dinilai positif di mata kreditur apabila tingkat likuiditas perusahaan tersebut tinggi. Perusahaan dengan tingkat likuiditasnya tinggi berkemungkinan lebih mudah memperoleh sumber dana melalui utang. Menurut Puri & Lisiantara (2023), likuiditas berpengaruh positif terhadap struktur modal karena likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya terutama kewajiban jangka pendek secara tepat waktu. Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi dapat lebih mudah memperoleh modal dari kreditur, yang dapat membantu perusahaan untuk terus berkembang dan mempertahankan struktur modal yang diinginkan.

5. SIMPULAN

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa :

1. Risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Investor atau kreditur merupakan pengambil risiko (*risk taker*) yang berani dalam menghadapi risiko bisnis suatu perusahaan. *Risk taker* mengacu pada individu yang bersedia menerima ketidakpastian ekonomi yang lebih besar sebagai ganti potensi keuntungan yang lebih tinggi. *Risk taker* memberikan toleransi risiko yang tinggi, atau jumlah potensi kerugian yang bersedia diterima oleh investor.
2. Profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. *Pecking Order Theory* menjelaskan bahwa perusahaan memprioritaskan pembiayaan internal dibandingkan dengan utang.
3. Likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Perusahaan dengan tingkat likuiditas

tinggi memiliki kepercayaan diri bahwa mereka mampu membayar utang sehingga menyebabkan penggunaan dana eksternal yang berasal dari utang tinggi.

6. DAFTAR PUSTAKA (REFERENSI)

- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2011). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (11th ed.). Salemba Empat.
- Donaldson, G. (1961). Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and Determination of Corporate Debt Capacity. *Division of Research: Harvard Graduate School of Business Administration*.
- Husnan, S. (2010). *Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan*. UPP STIM YKPN.
- Kasmir. (2019). *Analisis Laporan Keuangan*. Rajawali Pers.
- Nabayu, Y. P., Marbun, N., Ginting, H. F., Sebayang, N. A., & Sipahutar, T. T. U. (2020). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva, dan Likuiditas terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Makanan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2014-2017. *Jurnal Paradigma Ekonomika*, 15(2), 147–162.
<https://doi.org/10.22437/paradigma.v15i2.10316>
- Nursyahbani, L., & Sukarno, A. (2023). Likuiditas , Profitabilitas , Dan Pertumbuhan Penjualan. *Jurnal Ekonomi Manajemen Akuntansi*, 8(1), 43–52.
- Nurwulandari, A. (2021). Effect of Liquidity, Profitability, Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable. *ATESTASI: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 4(2), 257–271.
<https://doi.org/10.33096/atestasi.v4i2.835>

- Pradana, H. R., Fachrurrozie, & Kiswanto. (2013). Pengaruh Risiko Bisnis, Struktur Aset, Ukuran dan Pertumbuhan Penjualan terhadap Struktur Modal. *Accounting Analysis Journal*, 2(4), 423–429.
- Primantara, A. . N. A. D. Y., & Dewi, M. R. (2016). pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Risiko Bisnis, Ukuran Perusahaan dan Pajak terhadap Struktur Modal Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana, Bali, Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(5), 2696–2726.
- Puri, E. T., & Lisiantara, G. A. (2023). Pengaruh Profitabilitas dan Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Keuangan*, 6(1), 41–54. <https://doi.org/10.56174/jrpma.v1i1.6>
- Purnamasari, K. (2020). Analisis Regresi Data Panel Pada Kinerja Perbankan Syariah. *BENEFIT Jurnal Manajemen Dan Bisnis*, 5(2), 199–208.
- Rachmayanti, D., & Yuniningsih, Y. (2023). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Struktur Modal Pada Perusahaan Farmasi Di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2020. *BBM (Buletin Bisnis & Manajemen)*, 9(01), 52. <https://doi.org/10.47686/bbm.v9i01.417>
- Sawitri, N. P. Y. R., & Lestari, P. V. (2015). Pengaruh Risiko Bisnis, Ukuran Perusahaan dan Pertumbuhan Penjualan terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 4(5), 1238–1251.
- Septiani, N. P. N., & Suaryana, I. G. N. A. (2018). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Struktur Aset, Risiko Bisnis dan Likuiditas pada Struktur Modal. *E-Jurnal Akuntansi*, 22, 1682.
- <https://doi.org/10.24843/eja.2018.v22.i03.p02>
- Umayroh, H. S. D., & Irsad, M. (2021). Pengaruh Profitabilitas, Risiko Bisnis, Ukuran Perusahaan dan Struktur Aset terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Real Estate dan Property yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2016 –2018. *Proceeding SENDIU*, 188–194.