



Gema Ekonomi
e-ISSN: 2621-0444
Vol. 12 No.04 April 2023

<https://journal.unigres.ac.id/index.php/GemaEkonomi/index>

Gema Ekonomi (Jurnal Fakultas Ekonomi)

e-ISSN: 2621-0444

Vol. 12 No. 4 April 2023

PENGUKURAN STRUKTUR MODAL DAN KESEMPATAN BERTUMBUH DARI ASPEK PROFITABILITAS, STRUKTUR ASET DAN UKURAN PERUSAHAAN

Noviantoro, Elizabeth Lucky Maretha

Email: torosuksesslalu@gmail.com, lucky@unika.ac.id

Abstrak

Tujuan penelitian ini yaitu menguji pengaruh profitabilitas, struktur aset, dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal dan kesempatan bertumbuh. Populasi diambil dari industri manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2017-2021 sebanyak 179, dan terdapat 74 perusahaan yang memenuhi purposive sampling. Alat analisis dilakukan menggunakan regresi linier berganda. Hasil penelitian menyimpulkan : (1). Return on assets tidak berpengaruh terhadap debt to equity ratio, namun berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel market to book value. (2). Tangibility assets berpengaruh positif dan signifikan terhadap debt to equity ratio, namun tidak berpengaruh terhadap market to book value. (3). Ln total assets tidak berpengaruh baik terhadap debt to equity ratio maupun market to book value.

Keywords: *profitabilitas, struktur aset, ukuran perusahaan, struktur modal, kesempatan bertumbuh.*

Abstract

The purpose of this study is to examine the effect of profitability, asset structure, and company size on capital structure and growth opportunities. The population was taken from the manufacturing industry that was registered on the IDX for 2017-2021 as many as 179, and there were 74 companies that fulfilled purposive sampling. The analysis tool was performed using multiple linear regression. The results of the study concluded: (1). Return on assets has no effect on the debt to equity ratio, but has a positive and significant effect on the market to book value variable. (2). Tangibility assets have a positive and significant effect on the debt to equity ratio, but has no effect on the market to book value. (3). Ln total assets have no effect on either the debt to equity ratio or the market to book value

Keywords: *profitability, asset structure, company size, capital structure, growth opportunities.*

PENDAHULUAN

Salah satu instrumen investasi dapat dilakukan dengan pembelian saham, yang merupakan sertifikat kepemilikan investor terhadap perusahaan yang menerbitkan saham tersebut, sehingga memiliki hak klaim atas penghasilan dan aktiva perusahaan. Sehubungan dengan hal tersebut, maka menjadi tantangan tersendiri bagi para manager dalam melakukan pengelolaan perusahaan supaya para investor tetap berminat untuk menanamkan modalnya. Salah satunya adalah dengan memperhatikan aspek fundamental, yang mana faktor terjadi dari internal yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Menurut trade-off theory, pembentukan struktur modal dapat menyeimbangkan antara manfaat penghematan pajak atas penggunaan modal pinjaman dengan total biaya yang terkait (Kane et al., 1984). Selanjutnya dalam theory of the firm mengungkapkan bahwa anajer keuangan harus merencanakan struktur modal yang optimal untuk perusahaan, yang dimaksudkan untuk melakukan penilaian atas nilai pasar diantaranya market to book value (Brounen et al., 2006).

(Hovakimian, 2006) menyatakan bahwa profitabilitas yang tinggi, maka perusahaan mempunyai kinerja yang bagus dan mempunyai peluang besar untuk menangkap peluang. Disisi lain, perusahaan membutuhkan banyak modal, dan memperoleh kepercayaan yang tinggi dari pihak kreditur untuk menambah utang, sebagaimana yang dinyatakan oleh theory of the firm. (Molla, 2019) melakukan pengujian pada perusahaan non keuangan yang listing di Dhaka Stock Exchange (SDE) Bangladesh. (Vintilă et al., 2019) juga melakukan pengujian struktur modal perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek New York. Sucuahi dan (Sucuahi & Cambarihan, 2016) melakukan penelitian pada perusahaan-perusahaan di Filiphina, serta (Güner, 2016) menguji pada perusahaan di Turki. Disimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan. Pengujian pada perusahaan di Bursa Efek Indonesia (BEI) sendiri juga membuktikan bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi lebih memilih untuk meningkatkan struktur modal dari eksternal (Sari & Sedana, 2020) (Putra & Sedana, 2019) (Zuhroh, 2019).

Disisi lain, sehubungan dengan profitabilitas tidak selalu terbukti relevan terhadap struktur modal. Banyak peneliti terdahulu yang membuktikan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap peningkatan struktur modal pada perusahaan berskala kecil dan menengah yang ada di India (Rao et al., 2019); pada perusahaan di Kazakhstan (Kokeyeva & Adambekova, 2019). Pengujian juga dilakukan pada perusahaan besar di Amerika Latin (Gallegos Mardones & Ruiz Cuneo, 2020); (Serghiescu & Văidean, 2014). Reseach gap juga terbukti pada perusahaan yang tercatat di BEI, juga membuktikan bahwa profitabilitas berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal (Djazuli et al., 2019).

Theory of the firm juga mengungkapkan bahwa bagi perusahaan yang memiliki struktur aset tangible tinggi, maka akan menggunakan leverage lebih besar, dikarenakan mempunyai collaretal yang memadai sehingga mendapatkan kepercayaan lebih dari kreditur. Hal ini secara empiris dibuktikan oleh (Molla, 2019) bahwa perusahaan non keuangan yang listing Dhaka Stock Exchange (SDE) Bangladesh, dengan struktur aset yang besar maka cenderung menambah leverage. (Vintilă et al., 2019) juga menyimpulkan yang sama pada perusahaan yang listing di New York Stock Exchange. Perusahaan manufaktur yang tercatat di Pasar Modal Indonesia juga secara empiris juga memberikan dukungan hasil di atas (Djazuli et al., 2019) (Handoo & Sharma, 2014).

Research gap mengenai struktur aset terhadap struktur modal. (Rao et al., 2019) menyimpulkan untuk perusahaan skala kecil dan menengah di India bahwa struktur aset tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Selanjutnya, reseach gap juga ditunjukkan oleh (Kokeyeva & Adambekova, 2019) pada perusahaan di Kazakhstan.

Ukuran perusahaan juga merupakan hal yang sangat menjadi perhatian bagi para manager dalam memutuskan struktur modal. Theory of the firm menyatakan bahwa, semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar potensi untuk akses ke permodalan dari pihak eksternal. (Al-Slehat et al., 2020) pada sektor industrial di Jordan, (Vintilă et al.,

2019) pada perusahaan New York Stock Exchange, (Molla, 2019) di SDE Bangladesh, (Güner, 2016) melakukan pengujian pada perusahaan di Turki. Seluruh peneliti tersebut memberikan kesimpulan bahwa ukuran perusahaan yang besar berpengaruh positif dan signifikan terhadap peningkatan struktur modal. (Handoko, 2016) yang melakukan pengujian pada perusahaan di BEI memberikan kesimpulan yang sama.

Disisi lain, penentuan struktur modal yang tinggi tidak selalu terjadi pada skala perusahaan besar. Hasil penelitian sebaliknya, terbukti dari (Rao et al., 2019) menyimpulkan bahwa struktur modal tidak dipengaruhi oleh skala perusahaan kecil dan menengah di India. (Kokeyeva & Adambekova, 2019) pada perusahaan di Kazakhstan. Di Indonesia juga terbukti sama oleh (Djazuli et al., 2019), (Zuhroh, 2019) dimana ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Selain itu, banyak faktor pula yang dapat mempengaruhi growth opportunities, diantaranya penelitian yang dilakukan oleh (Cossarizza et al., 2019) pada perusahaan di Vietnam; Sucuahi dan (Sucuahi & Cambarihan, 2016) pada perusahaan-perusahaan di Filipina; (Rajhans, 2013) penelitian pada perusahaan di India. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kesempatan bertumbuh yang diukur dari market to book value. Sama halnya, penelitian yang dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang listing di BEI memberikan hasil yang mendukung pada pengujian di Luar Negeri (Sari & Sedana, 2020) (Mohamad et al., 2019) (Putra & Sedana, 2019). Argumennya bahwa dengan profitabilitas yang tinggi, maka perusahaan memberikan signal positif kepada pasar bahwa mempunyai kinerja yang baik. Pada akhirnya, menarik minat investor untuk membeli saham, pada akhirnya market to book value meningkat.

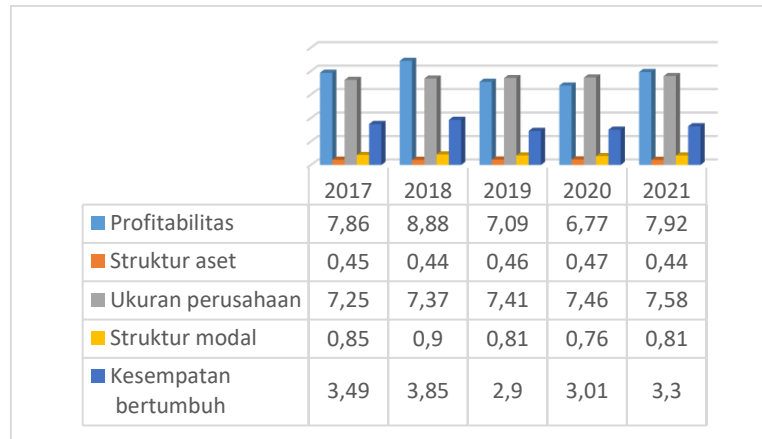
Disisi lain, (Aggarwal & Padhan, 2017) melakukan pengujian pada perusahaan di India, selanjutnya pengujian pada perusahaan yang listing di BEI oleh Hirdinis (2019); (Mohamad et al., 2019) (Sondakh, 2019). Terbukti bahwa ada reseach gap, dimana profitabilitas berpengaruh tidak signifikan terhadap kesempatan bertumbuh bagi perusahaan.

Perusahaan yang mempunyai tangibility assets relatif besar, maka cenderung memiliki kemampuan yang baik untuk meningkatkan volume operasi perusahaan. Struktur aset atau tangibility assets merupakan variabel yang mencerminkan fixed assets dengan current assets dalam operasi perusahaan. Fixed assets merupakan indikator kesempatan bertumbuh dan nilai perusahaan. Pembuktian empiris bahwa struktur aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap kesempatan bertumbuh perusahaan (Al-Slehat et al., 2020) Saleh et al., 2015). (Gallegos Mardones & Ruiz Cuneo, 2020) melakukan pengujian pada perusahaan di Amerika Latin, serta (Rajhans, 2013) di India. Hasil pengujian membuktikan adanya reseach gap, yang mana struktur aset berpengaruh tidak signifikan terhadap kesempatan bertumbuh bagi perusahaan.

Lebih besar pula untuk memperoleh sumber dana internal maupun eksternal, yang selanjutnya perusahaan mempunyai kesempatan bertumbuh yang lebih tinggi nampak dari market to book value yang tinggi pula. (Cossarizza et al., 2019), (Sondakh, 2019), (Al-Slehat et al., 2020), Sucuahi dan (Sucuahi & Cambarihan, 2016) serta di BEI oleh Handoko (2016) menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Disisi lain, tidak semua ukuran perusahaan mampu memberikan dukungan atas pertumbuhannya perusahaan. Hirdinis (2019), (Gallegos Mardones & Ruiz Cuneo, 2020), (Aggarwal & Padhan, 2017) melakukan pengujian di India, (Zuhroh, 2019) pengujian di perusahaan BEI. Terbukti bahwa ukuran perusahaan berpengaruh tidak signifikan terhadap kesempatan bertumbuh perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian di atas bahwa hal yang menarik untuk dilakukan penelitian pada industri manufaktur yang ada di BEI bahwa memberikan dukungan hasil reseach gap di atas, bahwa terjadi inkonsistensi kinerja sebagai berikut :



Gambar 1

Data Fluktuasi Profit, Struktur Aset, Ukuran Perusahaan, Struktur Modal dan Kesempatan Bertumbuh di Industri Manufaktur
Sumber : data sekunder diolah (2021).

Gambar 1 merupakan alasan melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal yang menarik bahwa rata-rata capaian profit selama periode 5 (lima) tahun terakhir (2017-2021) berfluktuasi. Selanjutnya fluktuasi juga terjadi dari perspektif struktur aset yang diprosikan dengan tangibility assets. Sehubungan dengan ukuran perusahaan yang dilihat dari total aset, selama kurun waktu 5 (lima) tahun di tahun 2017 sebesar 7,25%, kemudian di tahun 2018 menjadi 7,37% (atau ada perubahan sebesar 1,64%). Struktur modal perusahaan yang terdaftar di industri manufaktur selama kurun waktu 2017-2021 juga cenderung berfluktuasi. Sehubungan dengan kesempatan bertumbuh, dengan rata-rata mengalami peningkatan 10,16% di tahun 2017 ke 2018 (3,49% menjadi 3,85%). Sehubungan dengan hal tersebut, maka penelitian ini dimaksudkan untuk menguji pengaruh profitabilitas, struktur aset, ukuran perusahaan terhadap struktur modal dan kesempatan bertumbuh.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Theory of the firm mengungkapkan bahwa profitabilitas yang tinggi perusahaan dalam manajemen struktur modal lebih memilih menggunakan leverage daripada laba ditahan (sampai mencapai target), yaitu struktur modal optimal. Teori ini juga mengacu pada pola pikir balancing antara manfaat yang dapat diperoleh perusahaan dengan sejumlah pengorbanan/biaya yang ditimbulkan atas leverage. Konsep balancing tersebut, para manajer mengambil keputusan selama manfaat yang diperoleh dari leverage jauh lebih besar, maka pendanaan eksternal masih akan ditambahkan ke dalam struktur modal perusahaan (Tsuji et al, 2011). Didukung pula oleh Chen dan Xinlei Zhao (2004), bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang lebih tinggi lebih memungkinkan untuk menambah utang. Hal ini dilakukan bukan karena perusahaan berniat mencapai target rasio leverage, namun karena biaya pendanaan melalui utang lebih rendah dibandingkan dengan ekuitas.

Hasil penelitian terdahulu yang memberikan dukungan diantaranya (Sari & Sedana, 2020), (Molla, 2019), (Vintilă et al., 2019), (Sucuahi & Cambarihan, 2016), dan (Güner, 2016). Hasil penelitian dari semua peneliti terdahulu tersebut ditemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Berdasarkan hasil ini, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H1 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Pengaruh Struktur Aset Terhadap Struktur Modal

Lzryadnova (2013) mengungkapkan bahwa struktur aset merupakan perbandingan tangibility asset dengan total aset, yang dijadikan sarana untuk menangkap peluang-peluang atas manfaat ekonomi di waktu yang akan datang. Menurut pandangan theory of the firm,

dilihat dari perspektif leverage bahwa perusahaan dengan tingkat tangibility asset dan marketable assets yang tinggi, maka lebih besar peluangnya untuk menggunakan leverage dalam struktur modal, dibandingkan perusahaan dengan intangibility assets yang lebih tinggi. Intangible assets lebih mudah untuk kehilangan value apabila terjadi financial distress, dibandingkan dengan tangibility asset. Pada perusahaan manufaktur, terdapat dampak yang positif antara tangibility asset terhadap struktur modal. Aset tetap tersebut dijadikan sebagai jaminan bagi perusahaan kepada pihak kreditor (Kantudu, 2008).

(Molla, 2019), (Djazuli et al., 2019), (Vintilă et al., 2019), (Serghiescu & Văidean, 2014), (Handoo & Sharma, 2014) dalam pengujian empirisnya membuktikan bahwa struktur aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Kajian ini dijadikan dasar perumusan hipotesis berikut :

H2 : Struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Theory of the firm mengungkapkan bahwa perusahaan besar akan cenderung menggunakan utang dibandingkan dengan perusahaan kecil. Alasannya bahwa perusahaan besar memperoleh kepercayaan yang tinggi dari para kreditor, selain itu juga mempunyai collateral yang lebih besar. Ukuran perusahaan juga merupakan salah satu variabel penting yang digunakan untuk menjelaskan struktur modal (Rao et al., 2019).

Pernyataan di atas sejalan dengan hasil penelitian (Al-Slehat et al., 2020), (Vintilă et al., 2019), (Molla, 2019), (Sucuahi & Cambarihan, 2016), (Güner, 2016). Hasil penelitian membuktikan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal. Selanjutnya dijadikan acuan dalam perumusan hipotesis berikut :

H3 : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kesempatan Bertumbuh

Signaling theory mengungkap mengenai kualitas, dimana perusahaan yang berkualitas baik maka dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar. Hal ini yang akan digunakan oleh para investor untuk membedakan perusahaan dengan kualitas baik atau jelek, dengan demikian ada kemungkinan ditangan sebagai signal positif dan negatif. Penyampaian informasi yang dilakukan oleh para manajer ini dimaksudkan untuk menarik dan bahkan mempertahankan minat investor untuk menanamkan dananya pada perusahaan (Akerlof, 1970).

Salah satu informasi yang disampaikan ke pasar adalah mengenai kinerja keuangan, yang tujuannya untuk mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dan pihak eksternal. Perusahaan dengan kinerja yang baik, maka akan menjadi signal positif bagi para investor. Dampaknya, mempunyai probabilitas bertumbuh yang tinggi, salah satunya tercermin pada harga saham. Selanjutnya, harga saham yang tinggi tersebut mengindikasikan bahwa tingginya demand atas saham pada kondisi ini, yang kemudian dapat menciptakan market to book value yang tinggi pula (Akerlof, 1970).

Pembuktian empiris dari (Sari & Sedana, 2020), (Zuhroh, 2019), (Mohamad et al., 2019), (Cossarizza et al., 2019), (Sucuahi & Cambarihan, 2016), (Rajhans, 2013) memberikan dukungan pernyataan di atas. Kesimpulannya bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kesempatan bertumbuh. Selanjutnya hasil penelitian terdahulu tersebut kemudian dijadikan acuan dalam perumusan hipotesis berikut :

H4 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kesempatan bertumbuh.

Pengaruh Struktur Aset Terhadap Kesempatan Bertumbuh

Struktur aset yang dimaksud dalam penelitian ini adalah komponen aset berwujud yang dimiliki oleh perusahaan untuk membangun dan memperluas usahanya (Lzryadnova, 2013). Struktur aset yang tinggi, maka berdampak penggunaan leverage dalam struktur modal tinggi pula. Selanjutnya mendasarkan pada theory of the firm, dengan meningkatnya leverage perusahaan mempunyai modal yang tidak terbatas, hal ini dapat digunakan dengan efektif dan efisien maka dapat mengarah pada peningkatan laba karena pemanfaatan aset ini berarti lebih banyak produk, dengan demikian maka penjualan meningkat (Kantudu, 2008).

Menurut pendekatan Investment Opportunity Set (IOS), perusahaan menjadi mempunyai peluang investasi yang tinggi di masa yang akan datang (Myers, 1977). Kondisi IOS sebuah perusahaan tergantung pada faktor-faktor spesifik perusahaan, misalnya faktor fisik yang dimiliki oleh perusahaan, dan seperti juga halnya faktor-faktor spesifik industri. Smith dan Watts (1992) mengungkapkan, IOS perusahaan terdiri dari berbagai proyek yang dapat menawarkan atau memberikan pertumbuhan, maka dapat dijadikan ukuran bagi para manajer keuangan pemikiran sebagai prospek pertumbuhan perusahaan. Struktur aset yang tinggi ini kemudian akan mempermudah perusahaan untuk akses permodalan eksternal, hal ini dapat dijadikan sarana untuk memperoleh keuntungan lebih besar dan menangkap peluang investasi yang lebih baik. Kondisi ini ditangkap sebagai signal positif oleh para investor karena perusahaan dalam kondisi mempunyai kesempatan bertumbuh tinggi, sehingga nilai buku atas pasar juga tinggi (Kantudu, 2008).

(Al-Slehat et al., 2020), Saleh et al (2015) melakukan penelitian untuk menguji struktur aset terhadap kesempatan bertumbuh bagi perusahaan. Hasil pengujian membuktikan bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap kesempatan bertumbuh. Rujukan dalam perumusan hipotesis penelitian ini adalah hasil penelitian di atas, yang selanjutnya dirumuskan sebagai berikut :

H5 : Struktur aset berpengaruh positif terhadap kesempatan bertumbuh.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kesempatan Bertumbuh

Ukuran perusahaan itu sendiri salah satunya bisa diukur dengan total aktiva yang dimiliki perusahaan. Besar kecilnya ukuran perusahaan dapat digunakan sebagai sebuah ukuran tingkat produktifitas. Investor/calon investor dengan perusahaan skala besar merupakan signal positif dibandingkan dengan perusahaan kecil. Hal ini dikarenakan, perusahaan besar lebih mudah memperoleh permodalan di pasar modal. Selain itu juga, pangsa pasar relatif menunjukkan daya saing tinggi dibanding para pesaing.

Berdasarkan agency theory, aktivitas perusahaan didominasi oleh tindakan atau keputusan-keputusan yang diambil oleh agent. Berdasarkan hal tersebut, maka tindakan agent dijadikan tolok ukur perkembangan perusahaan yang selanjutnya dicerminkan oleh ukuran perusahaan. Hal ini yang menyebabkan agent tidak lepas dari perhatian berbagai pihak dalam melihat kemajuan perusahaan. Lebih lanjut dinyatakan oleh signaling theory, bahwa untuk perusahaan besar memperoleh nilai dari pasar yang tinggi, yaitu dengan bersedia untuk membayar lebih mahal. Hal ini dikarenakan signal bahwa agent mampu bekerja dengan sangat produktif, sehingga perusahaan mengalami perkembangan yang bagus. Para investor memberikan signal positif maka dari itu kesempatan bertumbuh perusahaan juga meningkat akibat dari market to book value yang tinggi (Rao et al., 2019).

Pernyataan di atas sejalan dengan Investment Opportunity Set (IOS) yang dinyatakan oleh Smith dan Watts (1992), bahwa perusahaan besar cenderung mendominasi posisi pasar dalam industrinya. Berdasarkan hal tersebut, maka sering kali yang terjadi di market competitive bahwa perusahaan besar memiliki keunggulan yang jauh lebih kompetitif dalam mengeksplorasi kesempatan investasi yang muncul, dibandingkan dengan perusahaan kecil.

(Cossarizza et al., 2019), (Sondakh, 2019), (Al-Slehat et al., 2020), (Aggarwal & Padhan, 2017), (Sucuahi & Cambarihan, 2016) melakukan pembuktian secara empiris mengenai pengaruh ukuran perusahaan terhadap kesempatan bertumbuh. Hasil penelitian membuktikan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kesempatan bertumbuh. Selanjutnya, dalam penelitian ini dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H6 : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kesempatan bertumbuh.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan industri manufaktur yang selalu konsisten terdaftar di BEI khususnya pada tahun 2017-2021 sebanyak 179 perusahaan. Penentuan jumlah sampel dilakukan dengan teknik purposive sampling, diperoleh 74 perusahaan. Variabel profitabilitas diproksikan dengan return on assets, struktur aset diukur

dengan tangibility assets, ukuran perusahaan diproksikan dengan Ln total aset, struktur modal melalui debt to equity ratio, dan kesempatan bertumbuh diukur dengan market to book value. Alat analisis menggunakan regresi linier berganda yang terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Pengolahan data dilakukan dengan menghitung rata-rata data dari setiap perusahaan selama tahun 2017-2021. Berikut hasil pengolahan data menggunakan metode statistic descriptive atas variabel-variabel penelitian ini :

Tabel 1
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	Min	Max	Mean	SD
<i>Return on assets (X1)</i>	0,04	37,12	7,60	6,72
<i>Tangibility assets (X2)</i>	0,03	1,13	0,47	0,22
<i>Ln total assets (X3)</i>	2,99	11,24	7,32	1,66
<i>Debt to equity ratio (Y1)</i>	0,10	3,79	0,82	0,71
<i>Market to book value (Y2)</i>	0,06	52,82	3,40	8,44

Sumber : data sekunder diolah (2022), Lampiran 5.

Berdasarkan tabel 1 menunjukkan data statistik dari variabel profitabilitas ini menunjukkan bahwa capaian return on assets terendah dari 74 perusahaan yang ada di industri manufaktur (sebagai sampel) sebesar 0,04%. Artinya, pengelolaan total aset sebesar 1% dapat meningkatkan laba bersih minimal 0,04%. Selanjutnya kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba bersih tertinggi sebesar 37,12%. Rata-rata perolehan return on assets dari 74 perusahaan sebesar 7,60% dengan penyimpangan sebesar 6,71%.

Sehubungan dengan hasil pengolahan data, struktur aset terendah pada industri manufaktur yang telah listing di BEI sebesar 0,03%. Artinya, setiap 1% dari total aset yang diinvestasikan pada perusahaan-perusahaan di industri manufaktur dialokasikan pada fixed assets terendah sebesar 0,03%. Capaian rasio struktur aset tertinggi sebesar 1,13% artinya dari setiap 1% total aset yang digunakan untuk melakukan investasi apda aset tetap sebesar 1,13%. Rata-rata perusahaan di industri manufaktur mengalokasikan total aset untuk fixed assets sebesar 7,60% dengan besarnya standar deviasi 0,22%.

Hasil pengolahan data menunjukkan bahwa dari 74 sampel penelitian, ukuran perusahaan terendah sebesar 2,99%. Artinya pada perusahaan yang tercatat di industri manufaktur ukuran perusahaan yang dilihat dari total aset terendah sebesar 2,99% pada PT. Unilever Tbk pada sub sektor industri barang konsumsi. Selanjutnya, ukuran perusahaan tertinggi sebesar 11,24% pada PT. Gudang Garam Tbk. juga pada sub sektor industri barang konsumsi. Artinya, perusahaan tersebut mempunyai porsi total aset sebesar 11,24%. Rata-rata ukuran perusahaan sebesar 7,32% dengan standar deviasi 1,66% dengan demikian rata-rata total aset yang dimiliki oleh perusahaan sebesar 7,32% yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan.

Struktur modal terendah sebesar 0,10% dimiliki oleh PT. Multi Prima Sejahtera Tbk. sub sektor aneka industri. Artinya, setiap 1% modal sendiri digunakan sebagai jaminan atas keseluruhan hutang perusahaan sebesar 0,10%. Rasio tertinggi pada PT. Alakasa Industrindo Tbk. sub sektor industri dasar dan kimia sebesar 3,79%. Artinya, dari 1% equity maksimal digunakan untuk menjamin total hutang sebesar 0,10%. Rata-rata struktur modal sebesar 0,82% dengan standar deviasi 0,71%, melihat data ini perusahaan yang mempunyai struktur modal modal tertinggi di industri manufaktur selama kurun waktu 2017-2021 masih di bawah rata-rata keseluruhan perusahaan yang menjadi sampel. Hasil ini menunjukkan

bahwa rata-rata kemampuan ekuitas untuk menjamin total hutang di industri manufaktur 0,82%.

Kesempatan bertumbuh paling rendah dalam konteks penelitian ini adalah PT. Steel Pipe Industry of Indonesia Tbk sub sektor Industri Dasar dan Kimia yaitu hanya sebesar 0,06%. Artinya, setiap 1% nilai buku mampu mendorong peningkatan harga saham terendah sebesar 0,06%. Selanjutnya, PT. Pelat Timah Nusantara Tbk juga pada sub sektor Industri Dasar dan Kimia adalah tertinggi sebesar 52,82%. Maknanya bahwa perusahaan tersebut dari setiap 1% nilai buku mampu menumbuhkan harga saham hingga 52,82%. Rata-rata kesempatan bertumbuh dari 74 perusahaan yang diteliti pada industri manufaktur sebesar 3,40% dengan standar deviasi 8,44%. Artinya bahwa setiap 1% nilai buku perusahaan mampu menumbuhkan harga saham sebesar 3,40%.

Uji Asumsi Klasik

Hasil pengolahan data uji asumsi klasik baik pada persamaan regresi 1 maupun persamaan regresi 2 nampak pada tabel berikut :

Tabel 2

Hasil Uji Asumsi Klasik Pada Persamaan 1 dan 2

Pengujian	Hasil	
	Persamaan 1	Persamaan 2
Normalitas (<i>Zskweness</i>) :		
a. <i>Log_return on assets.</i>	1,155	-1,562
b. <i>Tangibility assets.</i>	0,179	0,329
c. <i>Ln total assets.</i>	0,147	0,076
d. <i>Debt to equity ratio.</i>	0,445	1,567
Autokorelasi (<i>Durbin Watson</i>) :	2,108	2,178
Heteroskedastisitas (<i>Abs RES</i>):		
a. <i>Log_return on assets.</i>	0,163	0,243
b. <i>Tangibility assets.</i>	0,052	0,101
c. <i>Ln total assets.</i>	0,686	0,811
Multikolinieritas (<i>VIF</i>) :		
a. <i>Log_return on assets.</i>	1,017	1,017
b. <i>Tangibility assets.</i>	1,011	1,007
c. <i>Ln total assets.</i>	1,016	1,017

Sumber : data sekunder diolah (2022)

Berdasarkan tabel 2 dapat diketahui bahwa baik pada persamaan 1 maupun 2 seluruh data dinyatakan normal, karena mempunyai koefisien *Zskweness* < 2. Selanjutnya, pada model 1 dan 2 juga tidak terjadi autokorelasi, karena $Du < Dw < 4-Du$. Sama halnya pengujian lain bahwa pada model regresi ini juga tidak terjadi heteroskedastisitas, karena seluruh variabel indenpenden mempunyai signifikansi > 0.05. Pengujian lainnya yaitu juga menunjukkan tidak terjadi multikolinieritas, yang mana koefisien *VIF* < 10. Hasil ini pengujian ini menunjukkan bahwa model yang dibangun pada persamaan 1 maupun 2 layak digunakan untuk pengujian selanjutnya.

Analisis Persamaan Regresi

Berikut analisis persamaan regresi 1 yang dimaksudkan untuk mengetahui besarnya konstanta dan koefisien regresi :

$Y1 = 0,400 - 0,195 \text{ Log_return on assets} + 0,293 \text{ tangibility assets} + 0,083 \text{ Ln_total assets}$
 Berdasarkan persamaan 1 regresi linier berganda di atas, nampak diperoleh konstanta (α_1) sebesar 0,400 artinya bahwa jika diasumsikan bahwa *Log_return on assets*, *tangibility assets*, dan *Ln_total assets* nilainya nol, maka *debt to equity ratio* pada perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di BEI sebesar 0,40%. Selanjutnya diperoleh koefisien regresi

variabel profitabilitas yang diprosikan dengan return on assets (β_1) sebesar -0,195. Artinya ketika return on assets meningkat 1% maka debt to equity ratio berkurang sebesar 0,195%. Tangibility assets mempunyai koefisien regresi (β_2) yang positif yaitu sebesar 0,293. Artinya, ketika tangibility assets meningkat 1% maka debt to equity ratio pada perusahaan industri manufaktur juga mengalami peningkatan sebesar 0,293%. Sama halnya dengan ukuran perusahaan (diproksikan dengan Ln_total aset), juga memperoleh koefisien regresi (β_3) yang positif yaitu 0,083. Hasil ini dapat dimaknai, ketika Ln_total aset di industri manufaktur meningkat 1% maka debt to equity ratio sebesar 0,083%.

Selanjutnya, berdasarkan hasil penolahan data, dapat dirumuskan persamaan regresi model 2 sebagai berikut :

$$Y_2 = 3,136 + 0,266 \text{ Log_return on assets} + 0,148 \text{ tangibility assets} - 0,305 \text{ Ln_total assets}$$

Pada persamaan regresi 2 diperoleh konstanta (α_2) sebesar 3,136 yang artinya, jika diasumsikan bahwa return on assets, tangibility assets, Ln_total assets nilainya adalah nol, maka kesempatan bertumbuh yang diproksikan dengan market to book value pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI sebesar 3,136%. Koefisien regresi return on assets (β_4) sebesar 0,266. Artinya bahwa pengaruh return on assets terhadap market to book value bagi perusahaan khususnya di industri manufaktur mempunyai arah yang positif, yang mana jika return on assets, meningkat 1% maka perusahaan mempunyai market to book value sebesar 0,266%. Selanjutnya koefisien tangibility assets (β_5) sebesar 0,148. Artinya, jika tangibility assets perusahaan meningkat 1% maka market to book value perusahaan 0,148%. Ln_total assets dalam kontek penelitian ini justru diperoleh koefisien regresi yang negatif (-0,305), artinya ketika Ln_total assets meningkat 1%, maka market to book value perusahaan justru akan mengalami penurunan hingga 0,305%.

Uji Model

Uji model dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan uji F dan koefisien determinasi. Berdasarkan hasil pengolahan data, nampak pada tabel berikut :

Tabel 3. Uji Model

Uji Model	Hasil	
	Uji F	Adj. R2
Model 1 : <i>return on assets, tangibility assets, dan Ln total assets terhadap debt to equity ratio.</i>	0,019	0,106
Model 2 : <i>return on assets, tangibility assets, dan Ln total assets terhadap market to book value.</i>	0,006	0,152

Sumber : data sekunder diolah (2022).

Berdasarkan tabel tabel 3 nampak bahwa pada persamaan 1, uji model F yang mana signifikansi $F < 0,05$ ($0,019 < 0,05$). Artinya bahwa variabel return on assets, tangibility assets, dan Ln total assets mampu menjelaskan debt to equity ratio secara signifikan. Besarnya kemampuan return on assets, tangibility assets, dan Ln total assets menjelaskan debt to equity ratio hanya 0,106 (10,6%). Dengan demikian, sebagian besar 89,4% debt to equity ratio khususnya pada perusahaan di industri manufaktur dijelaskan oleh faktor lain di luar model.

Selanjutnya, untuk persamaan 2, juga mempunyai signifikansi $F < 0,05$ ($0,006 < 0,05$). Artinya, dengan demikian variabel return on assets, tangibility assets, Ln total assets juga mempunyai kemampuan yang signifikan di dalam menjelaskan variabel market to book value. Uji model selanjutnya di persamaan 2 ini nampak nilai adjusted R square sebesar 0,152. Artinya bahwa, variabel return on assets, tangibility assets, Ln total assets hanya mampu menjelaskan variabel market to book value sebesar 15,2%. Selebihnya, 84,8% market to book value perusahaan di industri manufaktur dijelaskan oleh faktor-faktor lain.

Uji Hipotesis

Uji hipotesis yang dilakukan dengan menggunakan uji t, yang mana hasil pengolahan data baik untuk persamaan 1 maupun persamaan 2 nampak sebagai berikut :

Tabel 4. Uji Hipotesis

Uji	Variabel		β	Sig	Kesimpulan
	Independen	Dependen			
Persamaan 1	<i>Return on assets</i>	Struktur modal	-0,195	0,104	Ditolak
	<i>Tangibility assets</i>		0,293	0,016	Diterima
	<i>Ln total assets</i>		0,083	0,485	Ditolak
Persamaan 2	<i>Return on assets</i>	Kesempatan bertumbuh	0,266	0,031	Diterima
	<i>Tangibility assets</i>		0,148	0,220	Ditolak
	<i>Ln total assets</i>		-0,305	0,014	Ditolak

Persamaan 1 = $Y_1 = \alpha_1 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3$.

Persamaan 2 = $Y_2 = \alpha_2 + \beta_4 X_1 + \beta_5 X_2 + \beta_6 X_3$.

Sumber : data sekunder diolah (2022).

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Berdasarkan theory of the firm, bahwa tujuan perusahaan harus dibangun dengan jelas untuk membantu kegiatan operasional perusahaan secara keseluruhan, diantaranya menyangkut keputusan permodalan, dan juga menganut prinsip bahwa perusahaan harus selalu menguntungkan, supaya terhindar dari risiko. Perusahaan dengan mempunyai profit yang tinggi, maka mempunyai dana internal yang memadai untuk membiayai operasional perusahaan. Pada kondisi seperti ini, maka pihak manajemen lebih tidak memilih permodalan melalui utang, supaya terhindar risiko akan kebangkrutan. Berdasarkan hal tersebut, dengan demikian profitabilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal (Serghiescu & Văidean, 2014).

Sejalan dengan hal tersebut, secara empiris dibuktikan oleh (Rao et al., 2019) pada perusahaan berskala kecil dan menengah yang ada di India, (Kokeyeva & Adambekova, 2019) pada perusahaan besar di Amerika Latin terbukti bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Selanjutnya, di Indonesia sendiri juga terbukti pada perusahaan yang tercatat di BEI, profitabilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal (Djazuli et al., 2019) (Mohamad et al., 2019) Saleh et al., 2015; Purwohandoko, 2017). Hasil kajian empiris tersebut dengan demikian membuktikan bahwa baik untuk perusahaan yang sudah go public maupun yang berskala menengah, dan kecil maka profitabilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Pengaruh Struktur Aset Terhadap Struktur Modal

Struktur aset bagi perusahaan termasuk bagian dari faktor yang sangat penting. Hal ini dikarenakan, struktur aset dapat dimanfaatkan oleh perusahaan sebagai bentuk jaminan kepada pihak kreditur, maka dari itu struktur aset yang tinggi berpotensi pada struktur modal yang bersumber dari utang juga tinggi. Dinyatakan pula bahwa, pihak kreditur lebih menaruh kepercayaan kepada perusahaan yang mempunyai tangibility assets yang tinggi dibandingkan yang rendah, karena ada kepastian jaminan bagi pihak kreditur jika harus terjadi likuidasi (Rao et al., 2019).

Sebagaimana yang dinyatakan oleh theory of the firm, yang mana struktur aset berkorelasi positif dengan utang di dalam struktur modal, terutama bagi perusahaan yang bergerak di industri manufaktur. Argumennya bahwa di dalam perusahaan-perusahaan manufaktur mempunyai jumlah aset tetap yang lebih besar dibandingkan yang non manufaktur. Mengingat perusahaan manufaktur di dalam operasionalnya melakukan pengolahan bahan baku menjadi barang jadi yang siap untuk dipasarkan (Lozano, et al., 2016).

Hal ini secara empiris dibuktikan oleh (Molla, 2019) bahwa perusahaan non keuangan yang listing Dhaka Stock Exchange (SDE) Bangladesh, dengan struktur aset yang besar maka cenderung menambah leverage. (Vintilă et al., 2019) juga menyimpulkan yang sama pada perusahaan yang listing di New York Stock Exchange. Selanjutnya, (Djazuli et al.,

2019) (Handoo & Sharma, 2014) menyimpulkan bahwa perusahaan manufaktur yang tercatat di Pasar Modal Indonesia juga secara empiris juga memberikan dukungan hasil di atas, yang mana dengan struktur aset yang tinggi maka struktur modal yang didanai dengan utang meningkat.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Salah satu cara yang dapat digunakan untuk melihat klasifikasi perusahaan yaitu dilihat dari ukuran atau skala perusahaan itu sendiri, salah satunya dari persektif total aset yang dimiliki. Theory of the firm mengungkapkan bahwa pada perusahaan besar, akan menimbulkan konsekuensi agency cost yang tinggi terkait dengan utang, diantaranya mengenai biaya kebangkrutan. Melihat hal ini, maka semakin tinggi utang, maka biaya keagenan juga meningkat dan dengan demikian risiko akan kebangkrutan juga tinggi. Sehubungan hal ini, untuk meminimalisir risiko tersebut, maka perusahaan cenderung untuk mengoptimalkan menggunakan modal yang bersumber dari internal. Pada kondisi tertentu jika belum mencukupi, maka pihak manajemen akan memilih untuk menggunakan utang. Artinya, dalam theory of the firm skala perusahaan yang besar, maka sebagai alternatif cenderung untuk tidak menggunakan utang (Lozano, et al., 2016).

Pernyataan di atas sejalan dengan hasil penelitian (Rao et al., 2019) pada skala perusahaan kecil dan menengah di India bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap struktur modal. (Kokeyeva & Adambekova, 2019) pada perusahaan di Kazakhstan. Di Indonesia juga terbukti sama oleh (Djazuli et al., 2019), (Zuhroh, 2019) dimana ukuran perusahaan juga tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kesempatan Bertumbuh

Theory of the firm menyatakan bahwa tujuan perusahaan di dalam maksimalisasi pertumbuhan mengandung pengertian bahwa perusahaan berupaya keras untuk meningkatkan penjualan supaya dapat mendorong peningkatan profit. Hal ini dikarenakan profitabilitas merupakan cerminan dari kemampuan perusahaan dalam melakukan efisiensi sehingga mendorong tingkat keuntungan yang tinggi. Evaluasi terhadap rasio profitabilitas harus dilakukan secara terus menerus, yang dimaksudkan untuk melihat kinerja para pihak manajemen, sekaligus digunakan untuk melakukan pemantauan atas perkembangan perusahaan dalam rentang waktu tertentu (Lozano, et al., 2016).

Perusahaan dengan profitabilitas tinggi, maka merupakan signal positif bagi para investor atau calon investor, karena mempunyai produktivitas yang tinggi, dan dengan demikian menunjukkan kinerja yang baik. Pada kondisi seperti ini, maka menarik minat para investor untuk membeli saham pada perusahaan yang tingkat profitabilitasnya tinggi. Selanjutnya dapat meningkatkan harga saham, dengan demikian perusahaan mempunyai kesempatan bertumbuh yang lebih baik lagi (Lozano, et al., 2016).

Pernyataan di atas, dibuktikan dalam pengujian empiris dari Dang et al. (2019) pada perusahaan di Vietnam; (Sucuahi & Cambarihan, 2016) pada perusahaan-perusahaan di Filipina; (Rajhans, 2013) penelitian pada perusahaan di India. Hasil pengujian menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kesempatan bertumbuh yang diukur dari market to book value. Sama halnya, penelitian yang dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang listing di BEI memberikan hasil yang mendukung pada pengujian di Luar Negeri (Sari & Sedana, 2020) (Mohamad et al., 2019) (Putra & Sedana, 2019). Argumennya bahwa dengan profitabilitas yang tinggi, maka perusahaan memberikan signal positif kepada pasar bahwa mempunyai kinerja yang baik. Pada akhirnya, menarik minat investor untuk membeli saham, pada akhirnya market to book value meningkat.

Pengaruh Struktur Aset Terhadap Kesempatan Bertumbuh

Struktur aset merupakan bagian dari tangibility assets milik perusahaan, yang bertujuan mengembangkan usaha, dan juga aset ini sebagian besar dimiliki oleh perusahaan yang bergerak di industri manufaktur. Perusahaan dengan struktur aset yang tinggi, maka mempunyai proporsi aset tetap yang lebih besar dibandingkan dengan aset lancar. Disisi lain, aset tetap mempunyai konsekuensi pada penyusutan, dan juga para investor atau calon

investor melihat perusahaan menjadi mempunyai modal kerja yang rendah. Pada kondisi ini dikhawatirkan akan mengganggu produktivitas kerja perusahaan, pada akhirnya tidak mampu meningkatkan perusahaan untuk berkembang (Lzryadnova, 2013).

(Gallegos Mardones & Ruiz Cuneo, 2020) melakukan pengujian pada perusahaan di Amerika Latin bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap kesempatan bertumbuh. Selain itu juga di India juga memberikan kesimpulan bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap kesempatan bertumbuh bagi perusahaan.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kesempatan Bertumbuh

Ukuran perusahaan yang besar akan mendapatkan respon yang positif dari pasar, namun jika terlalu besar justru para investor atau calon investor akan menghindari karena menganggap perusahaan dalam kondisi tersebut akan mengalami over valued. Bagi para investor yang mempunyai tipe risk averse cenderung menghindari untuk melakukan investasi pada perusahaan yang harga sahamnya terlalu tinggi, karena dianggap tidak menguntungkan. Permasalahan ini kemudian menjadikan permintaan atas saham tersebut menjadi rendah, dengan demikian harga saham juga turun sehingga tidak dapat menumbuhkan perusahaan untuk dapat berkembang (Lozano, et al., 2016).

Pernyataan di atas, secara empiris sejalan dengan Hirdinis (2019), (Gallegos Mardones & Ruiz Cuneo, 2020), (Aggarwal & Padhan, 2017) melakukan pengujian di India, bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kesempatan bertumbuh perusahaan. Selanjutnya, (Zuhroh, 2019) yang juga melakukan pengujian pada perusahaan yang tercatat di BEI, juga terbukti bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kesempatan bertumbuh bagi perusahaan.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa return on assets tidak berpengaruh terhadap debt to equity ratio, namun berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel market to book value. Tangibility assets berpengaruh positif dan signifikan terhadap debt to equity ratio, namun tidak berpengaruh terhadap market to book value. Ln total assets tidak berpengaruh baik terhadap debt to equity ratio maupun market to book value.

Penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan, antara lain pengolahan data dengan menggunakan pendekatan rata-rata dari setiap perusahaan, sehingga jumlah data yang diolah relatif kecil yaitu sebanyak 74 data (yang memenuhi syarat sampel). Kemampuan variabel return on assets, tangibility assets, dan Ln total assets di dalam menjelaskan baik untuk debt to equity ratio maupun market to book value sangat kecil yaitu 10,6% dan 15,2% artinya dengan demikian masih banyak faktor lain yang mempengaruhi.

Berdasarkan hasil penelitian dan keterbatasan di atas, maka diajukan beberapa rekomendasi bagi para investor atau calon investor lebih mendalami tangibility assets (struktur aset), mengingat dapat berpengaruh terhadap debt to equity ratio. Selain itu, juga mempertimbangkan return on assets perusahaan mengingat dapat berpengaruh terhadap peningkatan kesempatan bertumbuh atau market to book value. Rekomendasi lain, mengingat faktor lain juga dapat mempengaruhi debt to equity ratio dan market to book value, maka dapat mempertimbangkan faktor makro dan juga mikro lainnya. Selanjutnya, bagi peneliti mendatang untuk menambah jumlah sampel, dan tidak menggunakan pendekatan rata-rata dari setiap perusahaan, supaya diperoleh jumlah data yang akan diolah menjadi lebih banyak. Peneliti mendatang juga dapat menambah jumlah variabel independen dan menggunakan proksi yang berbeda, harapannya supaya diperoleh model yang lebih baik.

REFERENSI

- Aggarwal, D., & Padhan, P. C. (2017). Impact of capital structure on firm value: Evidence from Indian hospitality industry. *Theoretical Economics Letters*, 7(4), 982–1000.
- Al-Slehat, Z. A. F., Zaher, C., Fattah, A., & Box, P. O. (2020). Impact of financial leverage, size and assets structure on firm value: Evidence from industrial sector, Jordan. *International Business Research*, 13(1), 109–120.
- Brounen, D., De Jong, A., & Koedijk, K. (2006). Capital structure policies in Europe: Survey evidence. *Journal of Banking & Finance*, 30(5), 1409–1442.
- Cossarizza, A., Chang, H., Radbruch, A., Acs, A., Adam, D., Adam-Klages, S., Agace, W. W., Aghaeepour, N., Akdis, M., & Allez, M. (2019). Guidelines for the use of flow cytometry and cell sorting in immunological studies. *European Journal of Immunology*, 49(10), 1457–1973.
- Djazuli, A., Choiriyah, C., & Anggraini, N. S. (2019). The Impact of Company Size, Asset Structure and Profitability on Capital Structure of the Automotive Sector Companies Listed in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Research*, 11(2), 55.
- Gallegos Mardones, J., & Ruiz Cuneo, G. (2020). Capital structure and performance in Latin American companies. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 33(1), 2171–2188.
- Güner, A. (2016). The determinants of capital structure decisions: New evidence from Turkish companies. *Procedia Economics and Finance*, 38, 84–89.
- Handoko, D. (2016). The influence of firm characteristics on capital structure and firm value: An empirical study of Indonesia insurance companies. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 4(4), 1181–1206.
- Handoo, A., & Sharma, K. (2014). A study on determinants of capital structure in India. *IIMB Management Review*, 26(3), 170–182.
- Hovakimian, A. (2006). Are observed capital structures determined by equity market timing? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(1), 221–243.
- Kane, A., Marcus, A. J., & McDonald, R. L. (1984). How big is the tax advantage to debt? *The Journal of Finance*, 39(3), 841–853.
- Kokeyeva, S., & Adambekova, A. (2019). Capital Structure Choice in SMEs: Evidence from Kazakhstan. *International Journal of Management, Entrepreneurship, Social Science and Humanities*, 2(2), 77–87.
- Mohamad, A., Umar, H., & Agustina, H. (2019). Effect of growth opportunity, corporate tax, and profitability toward value of firm through capital structure (listed manufacturing companies of Indonesia). *Финансы: Теория и Практика*, 23(5), 18–29.
- Molla, E. (2019). Factors Influencing Capital Structure on Firm's Value: A Study on DSE Listed Companies. *International Journal of Science and Business*, 3(1), 37–51.
- Putra, I. G. W. R., & Sedana, I. B. P. (2019). Capital structure as a mediation variable: Profitability and liquidity on company value in real estate companies in Indonesia stock exchange. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 6(4), 62–72.
- Rajhans, R. K. (2013). Financial determinants of firm's value: evidence from Indian firms. *ZENITH International Journal of Business Economics & Management Research*, ISSN, 2249–8826.
- Rao, P., Kumar, S., & Madhavan, V. (2019). A study on factors driving the capital structure decisions of small and medium enterprises (SMEs) in India. *IIMB Management Review*, 31(1), 37–50.
- Sari, I. A. G. D. M., & Sedana, I. B. P. (2020). Profitability and liquidity on firm value and capital structure as intervening variable. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 7(1), 116–127.

- Serghiescu, L., & Văidean, V.-L. (2014). Determinant factors of the capital structure of a firm-an empirical analysis. *Procedia Economics and Finance*, 15, 1447–1457.
- Sondakh, R. (2019). The effect of dividend policy, liquidity, profitability and firm size on firm value in financial service sector industries listed in Indonesia stock exchange 2015-2018 period. *Accountability*, 8(2), 91–101.
- Sucuahi, W., & Cambarihan, J. M. (2016). Influence of profitability to the firm value of diversified companies in the Philippines. *Accounting and Finance Research*, 5(2), 149–153.
- Vintilă, G., Gherghina, Ș. C., & Toader, D. A. (2019). Exploring the determinants of financial structure in the technology industry: Panel data evidence from the New York Stock Exchange listed companies. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(4), 163.
- Zuhroh, I. (2019). *The effects of liquidity, firm size, and profitability on the firm value with mediating leverage*.

Copyright holders:
Christanto Prasetyo, Artha Sejati Ananda (2023)

First publication right:
Gema Ekonomi (Jurnal Fakultas Ekonomi)

This article is licensed under a Creative Commons Attribution-ShareAlike 4.0 International

