

**PENGARUH PROFITABILITAS, UKURAN PERUSAHAAN,  
DAN LIKUIDITAS TERHADAP *LEVERAGE*:  
PERAN MODERASI ASET BERWUJUD**

**SKRIPSI**



**DISUSUN OLEH:**

**DODO WANDA SIAHAAN**

**11200987**

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN FAKULTAS BISNIS**

**UNIVERSITAS KRISTEN DUTA WACANA**

**YOGYAKARTA**

**2024**

**PENGARUH PROFITABILITAS, UKURAN PERUSAHAAN,  
DAN LIKUIDITAS TERHADAP *LEVERAGE*:  
PERAN MODERASI ASET BERWUJUD**

**SKRIPSI**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar  
Sarjana Manajemen**



**DISUSUN OLEH:**

**DODO WANDA SIAHAAN**

**11200987**

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN FAKULTAS BISNIS**

**UNIVERSITAS KRISTEN DUTA WACANA**

**YOGYAKARTA**

**2024**

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI**  
**SKRIPSI/TESIS/DISERTASI UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademika Universitas Kristen Duta Wacana, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Dodo Wanda Siahaan  
NIM : 11200987  
Program studi : Manajemen  
Fakultas : Bisnis  
Jenis Karya : Skripsi

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Kristen Duta Wacana **Hak Bebas Royalti Noneksklusif** (*None-exclusive Royalty Free Right*) atas karya ilmiah saya yang berjudul:

**“PENGARUH PROFITABILITAS, UKURAN PERUSAHAAN, DAN LIKUIDITAS TERHADAP LEVERAGE: PERAN MODERASI ASET BERWUJUD”**

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti/Noneksklusif ini Universitas Kristen Duta Wacana berhak menyimpan, mengalih media/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat dan mempublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama kami sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Yogyakarta  
Pada Tanggal : 25 Juni 2024

Yang menyatakan ,



(Dodo Wanda Siahaan)

NIM.11200987

## HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi dengan judul:

**PENGARUH PROFITABILITAS, UKURAN PERUSAHAAN,  
DAN LIKUIDITAS TERHADAP *LEVERAGE*:  
PERAN MODERASI ASET BERWUJUD**

Telah diajukan dan dipertahankan oleh:

**DODO WANDA SIAHAAN**

**11200987**

Dalam Ujian Skripsi Program Studi Manajemen

Fakultas Bisnis

Universitas Kristen Duta Wacana

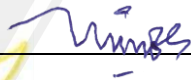


Dan dinyatakan DITERIMA untuk memenuhi salah satu syarat memperoleh gelar

Sarjana Manajemen pada tanggal

25 Maret 2024

Nama Dosen

Tanda Tangan

1. Dra. Umi Murtini, M.Si :   
(Ketua Tim Penguji/ Dosen Penguji)
2. Pristanto Silalahi, SE., M.S.E :   
(Dosen Penguji)
3. Dr. Perminas Pangeran, SE., M.Si :   
(Dosen Pembimbing/ Dosen Penguji)

Yogyakarta, 27 Juni 2024

Disahkan oleh:

Dekan Fakultas Bisnis


**Dr. Perminas Pangeran, SE., M.Si.**

Ketua Program Studi Manajemen



**Dr. Elok Pakaryaningasih, S.E., M.Si.**

## PERNYATAAN KEASLIAN SKRIPSI

Saya menyatakan bahwa sesungguhnya skripsi dengan judul:

**PENGARUH PROFITABILITAS, UKURAN PERUSAHAAN, DAN  
LIKUIDITAS TERHADAP LEVERAGE: PERAN MODERASI ASET**

**BERWUJUD**

Yang saya kerjakan untuk melengkapi sebagian syarat untuk menjadi Sarjana pada Program Studi Manajemen Fakultas Bisnis Universitas Kristen Duta Wacana Yogyakarta adalah bukan hasil tiruan atau duplikasi dari karya pihak lain di Perguruan Tinggi atau instansi manapun, kecuali bagian yang sumber informasinya sudah dicantumkan sebagaimana mestinya.

Jika dikemudian hari didapati bahwa hasil skripsi ini adalah hasil plagiasi atau tiruan dari karya pihak lain, maka saya bersedia dikenai sanksi yakni pencabutan gelar saya.

Yogyakarta, 05 Januari 2024



**DODO WANDA SIAHAAN**

**11200987**

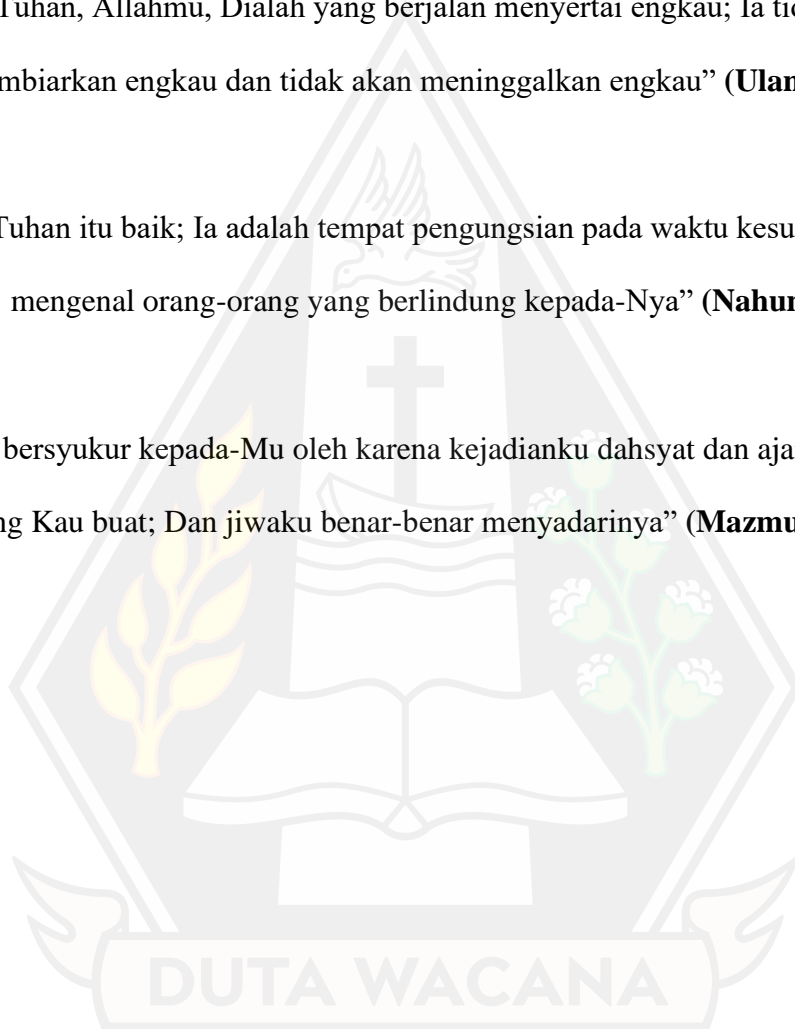
## HALAMAN MOTTO

“Orang-orang yang menabur dengan mencururkan air mata, akan menuai dengan bersorak-sorai” (**Mazmur 126: 5**)

“Tuhan, Allahmu, Dialah yang berjalan menyertai engkau; Ia tidak akan membiarkan engkau dan tidak akan meninggalkan engkau” (**Ulangan 31:6**)

“Tuhan itu baik; Ia adalah tempat pengungsian pada waktu kesusahan; Ia mengenal orang-orang yang berlindung kepada-Nya” (**Nahum 1:7**)

“Aku bersyukur kepada-Mu oleh karena kejadianku dahsyat dan ajaib; Ajaib apa yang Kau buat; Dan jiwaku benar-benar menyadarinya” (**Mazmur 139:14**)



## HALAMAN PERSEMBAHAN

### Skripsi ini penulis persembahkan untuk:

1. Tuhan Allah Yesus Kristus.
2. Kedua orangtua: Mangatas Siahaan dan Lismawati Silalahi.
3. Dosen Pembimbing: Dr. Perminas Pangeran, M.Si.
4. Bapak/Ibu Pendeta GSJA Filipi Prambanan: Saronia Harefa, S.Pd.K dan Libertina Nazara, S.K.H.
5. Semua teman-teman yang saya kasihi:
  - Kleopas Genius Giawa, S.T (Kontraktor).
  - Kristian Juri Damai Lase, S.Kom., M.Eng (Dosen Teknik Informatika, Universitas Kristen Immanuel).
  - Suharman Waruwu, S.T (Kontraktor).
  - Elsa Nansari Febyola Br. Pinem, S.Farm (Apoteker).
  - Celine Tindage, S.M.
  - Dan semua orang yang terlibat dalam penulisan studi ini yang tidak bisa saya sebutkan satu-persatu.

## KATA PENGANTAR

Puji dan syukur kepada Tuhan Yesus Kristus sebab oleh karunia dan kasihNya, penulis dapat menyelesaikan penyusunan skripsi ini dan mempertanggungjawabkannya di hadapan tim dosen penguji Program Studi Manajemen Fakultas Bisnis Universitas Kristen Duta Wacana. Materi penelitian pada skripsi ini mengkaji mengenai pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, dan likuiditas terhadap *leverage*: peran moderasi asset berwujud. Skripsi ini merupakan salah satu syarat yang wajib dipenuhi untuk mendapatkan gelar Sarjana Manajemen (SM) Jurusan Manajemen Fakultas Bisnis Universitas Kristen Duta Wacana (UKDW). Selain itu, skripsi ini juga dibuat sebagai salah satu wujud implementasi dari ilmu yang didapatkan selama masa perkuliahan.

Proses penyelesaian skripsi ini dapat terlaksana dengan baik tidak terlepas dari dukungan berbagai pihak. Dukungan yang penulis peroleh tersebut sangat berarti sehingga penulis merasa dikuatkan dan termotivasi untuk menyelesaikan skripsi ini sesuai waktu yang direncanakan. Dengan kerendahan hati, penulis menyampaikan rasa terimakasih yang tulus kepada :

1. Dr. Perminas Pangeran, M.Si selaku Dekan Fakultas Bisnis Universitas Kristen Duta Wacana sekaligus dosen pembimbing skripsi konsentrasi keuangan yang dengan tulus dan sabar telah membimbing, mengawasi, memotivasi, dan meluangkan waktu selama pelaksanaan penyusunan skripsi hingga sampai selesainya.
2. Dosen dan setiap staf fakultas bisnis yang telah memberikan kontribusi tak ternilai kepada penulis agar kegiatan perkuliahan terlaksana dengan baik



dan lancar hingga dapat menyelesaikan tugas akhir yang berupa penyusunan skripsi sampai selesainya.

3. Keluarga dan kedua orang tua penulis yang senantiasa mendoakan dan mendukung penulis selama beberapa tahun menempuh kuliah dan sahabat-sahabat penulis yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu.

Penulis sadar, bahwa skripsi ini belum sempurna, tetapi hasil analisis yang ada dalam skripsi ini diharapkan dapat bermanfaat sebagai sumber informasi yang bernilai baik bagi perusahaan manufaktur di Indonesia, bagi peneliti selanjutnya, para akademi, ataupun para pembaca awam. Menyadari keterbatasan tersebut, penulis membuka diri terhadap kritik dan saran yang membangun dari pembaca demi penyempurnaan skripsi ini di kemudian hari.

Akhir kata, penulis persembahkan skripsi ini kepada pembaca dan berharap skripsi ini dapat dikembangkan lebih lagi menjadi penelitian yang berkelanjutan. Tuhan Yesus yang Maha Kasih memberkati kita semua, sekarang, sampai selama-lamanya.

Yogyakarta, 05 Januari 2024

Dodo Wanda Siahaan

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PENGAJUAN.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
PERNYATAAN KEASLIAN SKRIPSI.....	iv
HALAMAN MOTTO .....	v
HALAMAN PERSEMBAHAN .....	vi
KATA PENGANTAR .....	vii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR GAMBAR .....	xii
DAFTAR TABEL.....	xiii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiv
ABSTRAK.....	xv
<b>BAB I      PENDAHULUAN</b>	
1.1      Latar Belakang.....	1
1.2      Pertanyaan Penelitian.....	5
1.3      Tujuan Penelitian .....	6
1.4      Manfaat Penelitian .....	8
<b>BAB II     KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS</b>	
2.1      Landasan Teori .....	10
2.1.1    Teori <i>Trade Off</i> .....	10
2.1.2    Teori <i>Pecking Order</i> .....	11
2.1.3    Struktur Modal.....	12
2.1.4    Rasio <i>Leverage</i> .....	12
2.1.5    Profitabilitas.....	13
2.1.6    Ukuran Perusahaan .....	14
2.1.7    Likuiditas .....	15
2.1.8    Aset Berwujud .....	16
2.2      Hasil Penelitian Sebelumnya .....	17
2.3      Kerangka Teoritis Penelitian .....	20

2.4	Pengembangan Hipotesis .....	21
2.4.1	Pengaruh Profitabilitas terhadap <i>Leverage</i> .....	21
2.4.2	Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap <i>Leverage</i> .....	23
2.4.3	Pengaruh Likuiditas terhadap <i>Leverage</i> .....	25
2.4.4	Peran Moderasi Aset Berwujud pada Pengaruh Profitabilitas terhadap <i>Leverage</i> .....	27
2.4.5	Peran Moderasi Aset Berwujud pada Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap <i>Leverage</i> .....	28
2.4.6	Peran Moderasi Aset Berwujud pada Pengaruh Likuiditas terhadap <i>Leverage</i> .....	29
 <b>BAB III METODE PENELITIAN</b>		
3.1	Jenis Penelitian .....	31
3.2	Metode Pengumpulan Data.....	32
3.3	Teknik Dan Ukuran Sampel Penelitian .....	33
3.4	Pengukuran Variabel.....	37
3.4.1	Pengukuran Variabel Rasio <i>Leverage</i> .....	37
3.4.2	Pengukuran Variabel Profitabilitas .....	38
3.4.3	Pengukuran Variabel Ukuran Perusahaan .....	39
3.4.4	Pengukuran Variabel Likuiditas .....	40
3.4.5	Pengukuran Variabel Moderasi Aset Berwujud .....	41
3.5	Model Empiris dan Uji Hipotesis .....	41
3.5.1	Model Empiris .....	42
3.5.1.1	<i>Common Effect Model</i> (CEM) .....	42
3.5.1.2	<i>Fixed Effect Model</i> (FEM) .....	42
3.5.1.3	<i>Random Effect Model</i> (REM) .....	43
3.5.2	Pemilihan Model.....	43
3.5.2.1	Uji Chow .....	44
3.5.2.2	Uji Hausman .....	44
3.5.2.3	Uji <i>Lagrange Multiplier</i> (LM) .....	45
3.5.3	Uji Kesesuaian Model.....	46
3.5.3.1	Uji F .....	46
3.5.3.2	Koefisien Determinasi ( $R^2$ ).....	46

3.5.4	Asumsi Klasik.....	46
3.5.4.1	Uji Multikolinearitas.....	47
3.5.4.2	Uji Normalitas.....	47
3.5.4.3	Uji Heterokedstisitas .....	48
3.5.4.4	Uji Autokorelasi.....	48
3.5.5	Uji Hipotesis .....	49
<b>BAB IV</b>	<b>ANALISIS HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN</b>	
4.1	Data Deskriptif.....	51
4.2	Pemilihan Model.....	53
4.3	Uji Kesesuaian Model.....	55
4.3.1	Uji F.....	55
4.3.2	Koefisien Determinasi ( $R^2$ ).....	56
4.4	Uji Hipotesis .....	58
4.5	Pembahasan .....	62
4.5.1	Pengaruh Profitabilitas terhadap <i>Leverage</i> .....	62
4.5.2	Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap <i>Leverage</i> .....	64
4.5.3	Pengaruh Likuiditas terhadap <i>Leverage</i> .....	65
4.5.4	Peran Moderasi Aset Berwujud pada Pengaruh Profitabilitas terhadap <i>Leverage</i> .....	67
4.5.5	Peran Moderasi Aset Berwujud pada Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap <i>Leverage</i> .....	68
4.5.6	Peran Moderasi Aset Berwujud pada Pengaruh Likuiditas terhadap <i>Leverage</i> .....	69
<b>BAB V</b>	<b>SIMPULAN, KETERBATASAN, SARAN</b>	
5.1	Simpulan .....	72
5.2	Keterbatasan.....	74
5.3	Saran .....	75
<b>DAFTAR PUSTAKA .....</b>		<b>77</b>
<b>LAMPIRAN.....</b>		<b>82</b>

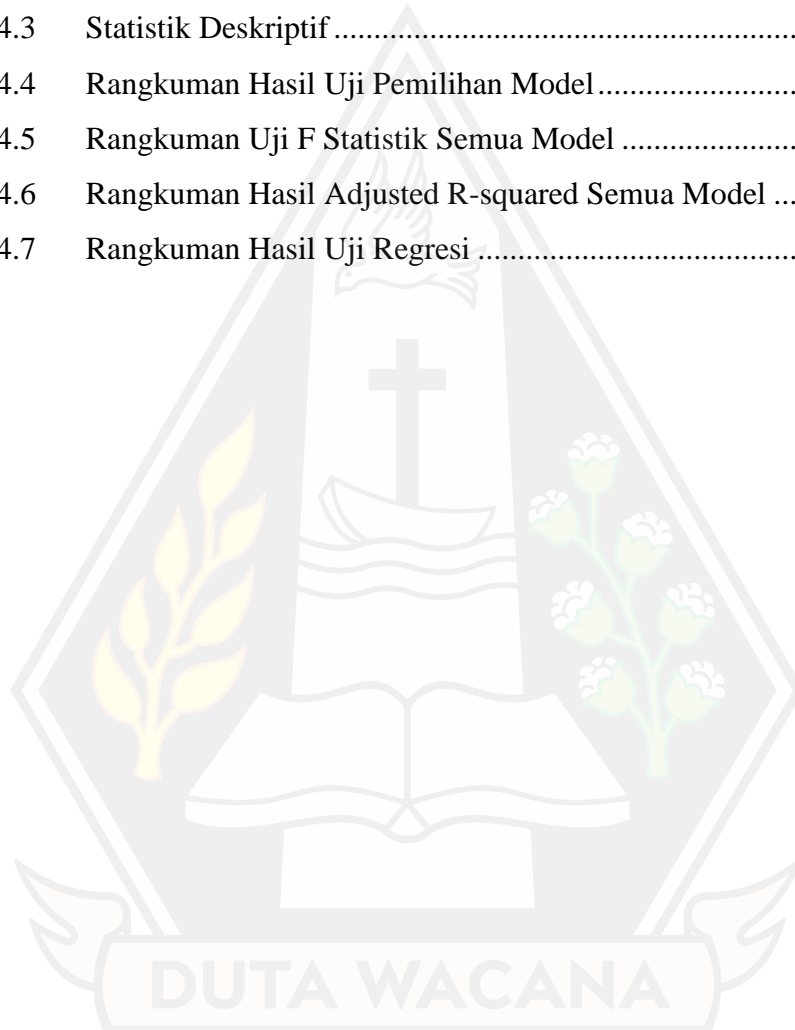
## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Teoritis Penelitian ..... 21



## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Penelitian Terdahulu .....	18
Tabel 3.1	Populasi Penelitian.....	34
Tabel 3.2	Hasil <i>Purposive Sampling</i> .....	37
Tabel 4.1	Perusahaan Sampel (Lampiran 1)	
Tabel 4.2	Tabulasi Data (Lampiran 2)	
Tabel 4.3	Statistik Deskriptif .....	52
Tabel 4.4	Rangkuman Hasil Uji Pemilihan Model.....	54
Tabel 4.5	Rangkuman Uji F Statistik Semua Model .....	55
Tabel 4.6	Rangkuman Hasil Adjusted R-squared Semua Model .....	56
Tabel 4.7	Rangkuman Hasil Uji Regresi .....	59



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Tabel Perusahaan Sampel .....	81
Lampiran 2	Tabel Tabulasi Data .....	82



**PENGARUH PROFITABILITAS, UKURAN PERUSAHAAN,  
DAN LIKUIDITAS TERHADAP *LEVERAGE*:  
PERAN MODERASI ASET BERWUJUD**

**Dodo Wanda Siahaan**

**11200987**

**Program Studi Manajemen Fakultas Bisnis**

**Universitas Kristen Duta Wacana**

[11200987@students.ukdw.ac.id](mailto:11200987@students.ukdw.ac.id)

**ABSTRAK**

Studi ini bertujuan untuk menganalisis *pecking order theory* dan *trade off theory* dalam memutuskan yang terbaik untuk diterapkan, sekaligus melihat dampak pemoderasi aset berwujud dalam menjelaskan pilihan pembiayaan untuk diprioritaskan perusahaan. Penelitian dilakukan dengan menguji pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, dan likuiditas terhadap tingkat *leverage* perusahaan, dengan dimoderasi aset berwujud. Dengan teknik *purposive sampling*, sampel yang berasal dari perusahaan manufaktur sub-sektor makanan dan minuman yang telah terdaftar di BEI diperoleh berjumlah 13 sampel. Yang diteliti dari tahun 2017 hingga 2022 (5 tahun data laporan keuangan).

Pengujian dilakukan dengan alat bantu statistik Eviews melalui teknik analisis regresi data panel. Hasil pengujian membuktikan bahwa sebelum pemoderasi aset berwujud dimasukkan ke dalam persamaan, profitabilitas dan likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage* (sejalan dengan teori *pecking order*), sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage* (sejalan dengan teori *trade off*). Namun ketika aset berwujud dipasangkan, hanya hubungan likuiditas terhadap *leverage* yang dikuatkan menjadi negatif signifikan (tetap sejalan teori *pecking order*), sedangkan hubungan profitabilitas dan ukuran perusahaan gagal dimoderasi oleh aset berwujud.

**Kata Kunci:** Profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, *leverage*, *pecking order theory*, *trade off theory*



**PENGARUH PROFITABILITAS, UKURAN PERUSAHAAN,  
DAN LIKUIDITAS TERHADAP *LEVERAGE*:  
PERAN MODERASI ASET BERWUJUD**

**Dodo Wanda Siahaan**

**11200987**

*Management Department Faculty of Business*

*Duta Wacana Christian University*

[11200987@students.ukdw.ac.id](mailto:11200987@students.ukdw.ac.id)

**ABSTRACT**

*This study aims to analyze the pecking order and trade off theory in deciding the best one to apply, as well as to see the moderating impact of tangible assets in explaining the choice of financing for the company. The research is conducted by examining the effect of profitability, firm size, and liquidity on the level of corporate leverage, moderated by tangible assets. With purposive sampling technique, samples from food and beverage sub-sector manufacturing companies that have been listed on the IDX are obtained totaling 13 samples. Which were studied from 2017 to 2022 (5 years of financial statement data).*

*Testing is done with Eviews statistical aids through panel data regression analysis techniques. The test results prove that before moderating tangible assets are included in the equation, profitability and liquidity have a significant negative effect on leverage (in line with pecking order theory), while firm size has a significant positive effect on leverage (in line with trade off theory). However, when tangible assets are paired, only the liquidity to leverage relationship is strengthened to be significantly negative (still in line with pecking order theory), while the profitability and firm size relationships fail to be moderated by tangible assets.*

**Keyword:** *Profitability, company size, liquidity, leverage, pecking order theory, trade off theory*

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Semenjak munculnya studi nan sangat berpengaruh oleh Modigliani dan Miller (1958), cara mememanajemen keuangan perusahaan telah mengalami beberapa perkembangan penting. Kemajuan teoritis, khususnya pengembangan teori keuangan yang berpusat pada pertimbangan utang, pajak, informasi asimetris, serta cara pengendalian perusahaan telah berusaha menjelaskan keputusan pendanaan (Agyei, Sun, & Abrokwah, 2020). Oleh karenanya, suatu keputusan genting yang harus dipertimbangkan oleh manajer keuangan ialah keputusan atas struktur modal.

Dalam pertumbuhan dan perkembangannya, suatu perusahaan akan melakukan berbagai strategi untuk memenuhi kebutuhan modal (Pratiwi dan Mertha, 2017). Oleh karena itu, tugas terpenting manajer adalah memilih kombinasi utang dan ekuitas yang tepat dalam struktur modal (Chaklader dan Jaisinghani, 2017). Pada saat manajer memilih pendanaan yang berupa utang maka akan muncul beban berupa bunga yang dilimpahkan kreditur, disisi sebaliknya apabila manajer memilih sumber modal dari pemilik (modal interal) maka muncul biaya berupa *opportunity cost* (Sutrisno, 2016). Tetapi pada implementasinya, proporsi struktur modal yang dilaksanakan akan berbeda dengan target struktur modal optimal yang sebelumnya direncanakan (Susilawati, Wijayanti, dan Martono, 2020).

Begitu juga dengan sebagian besar bukti empiris yang masih beragam dan tidak meyakinkan, serta didasarkan pada pengalaman negara maju (Cole, 2013). Cole juga menjelaskan bahwa bukti empiris yang mempertimbangkan bauran

pendanaan optimal suatu perusahaan sangat banyak dan tercampur secara agregat. Mengingat kesenjangan variasi dalam pengaturan kelembagaan dan pasar keuangan antara negara maju dan berkembang sehingga sangat penting untuk paham faktor apa saja yang memengaruhi pilihan sumber pembiayaan (Abor dan Biekpe, 2009). Krisis ekonomi yang berbeda di tiap zaman memicu perbedaan hasil penelitian mengenai bagaimana kombinasi pendanaan yang optimal (Mohammad, 2021).

Berdasarkan hasil pengamatan pada pengujian beberapa faktor yang memberi pengaruh atas struktur modal, terdapat sejumlah faktor yang seringkali diuji namun menghasilkan pernyataan yang berbeda-beda. Yang pertama adalah tingkat profitabilitas. Beberapa studi menunjukkan profitabilitas memberi dampak negatif serta signifikan pada kombinasi pendanaan/struktur modal (Mohammad, 2021; Kirshin dan Volkov, 2018; Agyei, Sun, & Abrokwah, 2020). Namun beberapa penelitian lain mengatakan sebaliknya, profitabilitas mempunyai dampak yang positif serta signifikan pada struktur modal (Chaklader dan Jaisinghani, 2017; Fitim, Zoriana, & Valeriya, 2019). Faktor yang kedua adalah ukuran suatu perusahaan. Faktor ukuran perusahaan memberikan pengaruh yang besar terhadap pendanaan perusahaan, baik dimasa stabil atau krisis. Beberapa studi mengatakan bahwa ukuran suatu perusahaan memberi dampak negatif serta signifikan pada kombinasi struktur modal (Chaklader dan Jaisinghani, 2017; Yuliana dan Yuyetta, 2017; Mohammad, 2021). Namun sebagian besar mengatakan hal yang lain, yakni ukuran perusahaan memberi dampak yang positif serta signifikan pada struktur modal (Kirshin dan Volkov, 2018; Agyei, Sun, & Abrokwah, 2020).

Lalu yang terakhir adalah pengaruh likuiditas pada keputusan struktur modal. Likuid atau tidaknya perusahaan dimasa krisis akan menunjukkan jati

dirinya yang sesungguhnya. Sebab kemampuan kas dalam membayar utang menjadi prioritas ketika suatu masalah internal atau eksternal terjadi. Dalam beberapa studi menjelaskan jika tingkat likuiditas memiliki hubungan negatif dan signifikan pada keputusan pendanaan struktur modal sebuah perusahaan (Chaklader dan Jaisinghani, 2017; Yuliana dan Yuyetta, 2017; Agyei, Sun, & Abrokwah, 2020). Namun hasil ini berlawanan dengan hasil peneliti lain, yang mengatakan tingkat likuiditas berhubungan positif serta signifikan atas struktur modal suatu perusahaan (Kirshin dan Volkov, 2018).

Perbedaan hubungan antara tiga faktor itu terhadap struktur modal, menjadi masalah yang perlu diselesaikan. Penulis menemukan fakta bahwa ketika masalah finansial perusahaan terganggu, maka satu-satunya yang bisa diandalkan adalah aset tetap. Keberadaan aset tetap perusahaan dapat dijadikan sebagai jaminan untuk mendapatkan modal tambahan berupa utang (Yuliana dan Yuyetta, 2017). Studi terdahulu yang dilakukan oleh Ognjanovic, Dzenopoljac, Cavagnetto tahun 2023, menyebutkan bahwa aset berwujud ialah faktor pelengkap yang krusial dalam operasional manajemen keuangan perusahaan, sehingga dianggap menjadi pemoderasi yang ideal. Pada jurnal tersebut juga diindikasikan bahwa untuk mencapai hasil tertentu, aset berwujud memiliki dampak yang cukup besar dalam mempengaruhi aspek-aspek lain perusahaan. Oleh karenanya, penulis memperkirakan bahwa aset tetap akan mempengaruhi hubungan antara profitabilitas, ukuran perusahaan, dan likuiditas terhadap keputusan struktur modal.

Sama halnya di Indonesia yang termasuk negara berkembang sebab menghadapi banyak masalah ekonomi. Laporan CNBC (2018), mengatakan bahwa semenjak tahun 2017 rata-rata tingkat konsumsi rumah tangga mulai mengalami

penurunan. Yang mana diperparah dengan munculnya virus covid-19 sejak tahun 2020 yang mewabah ke seluruh dunia menelan banyak korban jiwa memberikan guncangan ekonomi di setiap negara. Sebagaimana yang diumumkan oleh *World Health Organization* (2021), covid-19 mengakibatkan angka kematian naik drastis dari periode Januari 2020 sampai Desember 2021, total korban meninggal mencapai 14,9 juta jiwa. Pada akhirnya diterapkan *social distancing* (pembatasan sosial) yang bersyarat yaitu menjaga jarak minimal 1 meter, membatasi tiap pribadi kontak langsung atau menghindari interaksi yang tidak genting diluar rumah dihadapan banyak orang (Pemerintah Provinsi Kalteng, 2020). CNN Indonesia (2020) memberitakan bahwa pemerintah melarang penggunaan transportasi umum, membatasi bepergian, menganjurkan bekerja di rumah (*work from home*), menutup sekolah, dan menghindari tempat keramaian (*social gathering*).

Masalah ini berdampak negatif pada setiap perusahaan yang ada. Survei Kementerian Ketenagakerjaan (2020), melaporkan bahwa 88% perusahaan Indonesia, umumnya ada dalam keadaan merugi. Perusahaan kesulitan dalam menjaga fleksibilitas operasional dan mengelola struktur modalnya. Pada salah satu artikel CNBC Indonesia yang ditulis oleh Cantika tahun 2021, mengatakan bahwa selama covid-19 berlangsung, mayoritas perusahaan selamat dengan cara berutang. Juga disebutkan data dari Bank Dunia menunjukkan *debt stress* meningkat akibat penggunaan utang terus menerus demi kelangsungan operasional perusahaan.

Adapun sektor perusahaan di negara Indonesia yang juga terdampak oleh situasi krisis ini yang hendak diamati ialah kinerja perusahaan manufaktur sub-sektor makanan serta minuman (*food and beverages*) yang telah tercatat di Bursa Efek Indonesia. Menurut informasi dari Kementerian Perindustrian RI, pada saat

siaran pers *online*, partisipasi industri manufaktur tetap yang tertinggi bila dibandingkan dengan industri yang lainnya. Berita CNBC (2020) yang disusun oleh Muamar melaporkan bahwa perusahaan manufaktur khususnya sektor makanan dan minuman di tahun 2019 mulai terlihat menghadapi penurunan yang signifikan. Belum lagi industri makanan dan minuman sering kali sangat kompetitif, dengan banyaknya pemain dari lokal maupun global. Dan kemunduran ini diperparah akibat virus covid-19 di 2020 hingga tahun 2022. Yang mana penting untuk meneliti apa yang sebenarnya sangat mempengaruhi struktur modal dan teori apa yang paling relevan diterapkan pada kasus ini.

Berlandaskan dari uraian isu utama yang telah dijelaskan, penulis pun berminat untuk merumuskan penelitian yang berjudul “Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Likuiditas Terhadap *Leverage*: Peran Moderasi Aset Berwujud (Penelitian pada Industri Makanan dan Minuman yang sudah Tercatat di Bursa Efek Indonesia Periode 2017-2022).”

## 1.2 Pertanyaan Penelitian

Dengan mengacu pada konteks yang sudah dijelaskan sebelumnya, sehingga bisa dirumuskan tiga pertanyaan penelitian yaitu sebagai berikut:

- a. Bagaimana hubungan profitabilitas terhadap *leverage* sebelum dimoderasi aset berwujud di perusahaan manufaktur sub-sektor makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (2017-2022) dalam pengujian teori *trade off versus pecking order*?
- b. Bagaimana hubungan ukuran perusahaan terhadap *leverage* sebelum dimoderasi aset berwujud di perusahaan manufaktur sub-sektor

- makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (2017-2022) dalam pengujian teori *trade off versus pecking order*?
- c. Bagaimana hubungan likuiditas terhadap *leverage* sebelum dimoderasi aset berwujud di perusahaan manufaktur sub-sektor makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (2017-2022) dalam pengujian teori *trade off versus pecking order*?
  - d. Bagaimana hubungan profitabilitas terhadap *leverage* setelah dimoderasi aset berwujud di perusahaan manufaktur sub-sektor makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (2017-2022) dalam pengujian teori *trade off versus pecking order*?
  - e. Bagaimana hubungan ukuran perusahaan terhadap *leverage* setelah dimoderasi aset berwujud di perusahaan manufaktur sub-sektor makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (2017-2022) dalam pengujian teori *trade off versus pecking order*?
  - f. Bagaimana hubungan likuiditas terhadap *leverage* setelah dimoderasi aset berwujud di perusahaan manufaktur sub-sektor makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (2017-2022) dalam pengujian teori *trade off versus pecking order*?

### **1.3 Tujuan Penelitian**

Berlandaskan pada pertanyaan penelitian yang telah disebutkan sebelumnya, oleh sebab itu penelitian ini memiliki tujuan sebagai berikut:

- a. Guna menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap rasio *leverage* sebelum dimoderasi aset berwujud di perusahaan manufaktur sub-

- sektor makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (2017-2022) dalam pengujian teori *trade off versus pecking order*.
- b. Guna menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap rasio *leverage* sebelum dimoderasi aset berwujud di perusahaan manufaktur sub-sektor makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (2017-2022) dalam pengujian teori *trade off versus pecking order*.
- c. Guna menganalisis pengaruh likuiditas terhadap rasio *leverage* sebelum dimoderasi aset berwujud di perusahaan manufaktur sub-sektor makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (2017-2022) dalam pengujian teori *trade off versus pecking order*.
- d. Guna menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap rasio *leverage* setelah dimoderasi aset berwujud di perusahaan manufaktur sub-sektor makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (2017-2022) dalam pengujian teori *trade off versus pecking order*.
- e. Guna menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap rasio *leverage* setelah dimoderasi aset berwujud di perusahaan manufaktur sub-sektor makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (2017-2022) dalam pengujian teori *trade off versus pecking order*.
- f. Guna menganalisis pengaruh likuiditas terhadap rasio *leverage* setelah dimoderasi aset berwujud di perusahaan manufaktur sub-sektor makanan dan minuman yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (2017-2022) dalam pengujian teori *trade off versus pecking order*.



## 1.4 Manfaat Penelitian

### a. Bagi Penulis

Pada studi ini penulis berharap mampu mendapat ilmu pengetahuan yang lebih luas serta lebih memahami mengenai pengaplikasian *trade off theory* dan *pecking order theory*, terlebih lagi dimasa krisis ekonomi, pada struktur modal yang pengukurannya menggunakan *debt to asset ratio*, serta sampel yang berasal dari perusahaan manufaktur sub-sektor makanan dan minuman yang ada di Bursa Efek Indonesia (2017-2022) selama masa pandemi Covid-19.

### b. Bagi Perusahaan

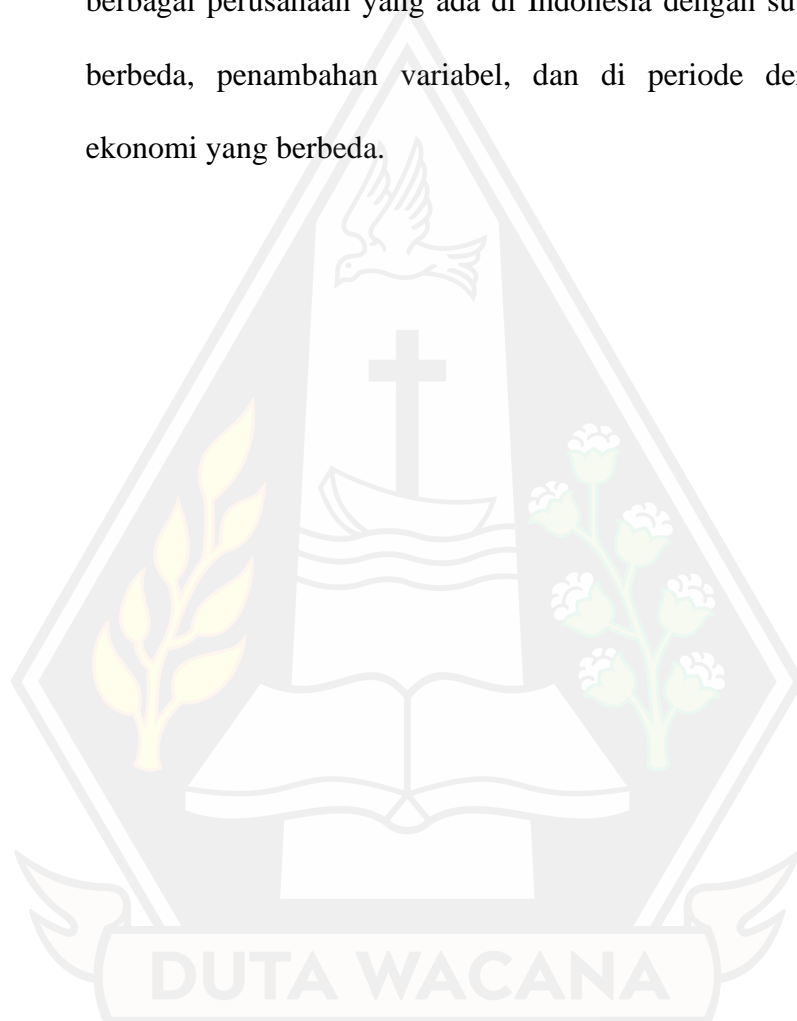
Diharapkan melalui penelitian mengenai faktor yang memengaruhi kebijakan utang, perusahaan manufaktur khususnya sub-sektor makanan dan minuman mendapatkan gambaran atau bisa mengkaji ulang mengenai strategi struktur modal dimasa krisis ekonomi yang tepat agar dapat menjadi pembelajaran apabila terjadi krisis ekonomi dimasa-masa yang mendatang.

### c. Bagi Akademisi

Hadirnya topik pembahasan pada studi ini, diharapkan mampu mempersembahkan kepada para akademisi sebuah dedikasi dan gambaran nyata tentang mana yang lebih sesuai untuk diaplikasikan teori *trade off* atau *pecking order* yang diuji untuk perusahaan manufaktur dengan sub-sektor makanan dan minuman yang ada di Bursa Efek Indonesia serta diuji dimasa krisis ekonomi yang memberikan sentuhan khusus pada studi ini.

d. Bagi Peneliti Selanjutnya

Untuk peneliti yang hendak melanjutkan, penulis berharap hasil dari penelitian ini menjadi referensi atau rujukan penelitian di bidang keuangan. Khususnya penelitian yang mengkaji sebuah teori struktur modal, yakni *trade off theory* dan *pecking order theory* terhadap berbagai perusahaan yang ada di Indonesia dengan sub sektor yang berbeda, penambahan variabel, dan di periode dengan kondisi ekonomi yang berbeda.



## BAB 5

### SIMPULAN, KETERBATASAN, SARAN

#### 5.1 Simpulan

Penulisan dari penelitian ini memiliki tujuan dalam menganalisis prediksi teoritis *pecking order theory* bersama *trade off theory* dalam memutuskan teori mana yang lebih baik, sekaligus melihat dampak pemoderasi aset berwujud dalam menjelaskan pilihan pembiayaan perusahaan manufaktur sub-sektor makanan dan minuman pada konteks Asia, khususnya di negara Indonesia. Hasilnya menunjukkan bahwa penjelasan dari kedua pendekatan tersebut lebih condong kepada teori *pecking order* yang berusaha menghindari penggunaan utang tambahan bagi perusahaan manufaktur sub-sektor makanan dan minuman di Indonesia. Hal ini dikarenakan dapat menambah pendanaan eksternal berupa utang dianggap terlalu berisiko.

Hasil dari studi membuktikan bahwa profitabilitas dan likuiditas sebelum dimoderasi, hubungannya dengan *leverage* sejalan dengan teori *pecking order*. Dengan keterangan profitabilitas negatif signifikan dan likuiditas negatif signifikan. Sebab ternyata perusahaan dengan tingkat profitabilitas dan likuiditas yang memadai sesuai dengan sampel penelitian di laporan keuangannya memilih untuk menggunakan dana internal (laba ditahan dan aset likuid/lancar) untuk membiayai operasionalnya. Namun untuk hasil pengujian pengaruh ukuran perusahaan terhadap *leverage* perusahaan yang mempunyai arah pengaruh positif signifikan, menunjukkan keselarasan dengan teori *trade off*. Berdasarkan data pada laporan keuangan semakin besar perusahaan, ternyata tambahan utang setiap tahunnya

cukup signifikan. Perusahaan sangat memanfaatkan reputasi ukuran perusahaan untuk menambah pendanaanya dalam konteks berupa utang.

Namun ketika variabel aset berwujud dimasukkan sebagai pemoderasi kedalam hubungan profitabilitas, ukuran perusahaan, dan likuiditas terhadap *leverage* terjadi sedikit perubahan. Kehadiran aset berwujud ternyata gagal memoderasi hubungan profitabilitas terhadap *leverage* dan hubungan ukuran perusahaan terhadap *leverage* yang mana hipotesis 4 dan 5 yang telah didalilnya ditolak pernyataannya. Sebab ditahun 2017-2022, masalah ekonomi terguncang akibat penurunan tingkat konsumsi rumah tangga yang berimbas pada turunnya nilai jual aset berwujud yang menyebabkan tidak dapat dijadikan pemoderasi dalam pengaruh profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang perusahaan.

Namun aset berwujud berhasil memoderasi pengaruh likuiditas terhadap *leverage*. Teori yang dijadikan landasan terbukti masih sejalan dengan pemahaman teori *pecking order*. Hubungan likuiditas terhadap tingkat *leverage* menunjukkan arah pengaruh yang semakin dikuatkan yakni dari negatif dan tetap menjadi negatif. Itu menandakan dalam menentukan struktur modal, penting untuk mempertimbangkan aset berwujud dalam faktor-faktor yang dianggap mempengaruhi komposisi pendanaan yang optimal khususnya dimasa krisis ekonomi agar tidak gegabah dalam mengambil utang.

Fenomena ini terjadi di perusahaan manufaktur di Indonesia yang mayoritas tergolong perusahaan yang cukup besar, laba yang baik, dan kemampuan bayar utang yang baik sebelum adanya ekonomi yang sungguh serius yakni penurunan tingkat konsumsi rumah tangga. Namun ketika tingkat konsumsi rumah

tangga mulai menurun sejak tahun 2017 dan diperparah sejak munculnya virus covid-19 tahun 2020, keadaan ekonomi Indonesia nampak kian memburuk. Hal ini berdampak parah bagi perusahaan manufaktur khususnya sub-sektor makanan dan minuman yang patokan penjualannya merupakan konsumsi rumah tangga. Penjualan yang menurun menyebabkan penurunan laba dan penurunan kemampuan bayar utang.

Tanpa adanya pertimbangan aset berwujud, umumnya perusahaan akan gegabah dalam penambahan utang karena keadaan menuntut modal tambahan sesuai jalan pemikiran teori *trade off*. Padahal tanpa disadari dengan menambah utang di tengah krisis, yang mana kemungkinan gagal bayar tinggi, serta jaminan aset berwujud yang nilai jualnya sudah turun, hanya akan membawa perusahaan tersebut bangkrut. Namun ketika perusahaan mempertimbangkan aset berwujud, maka profitabilitas yang stabil, ukuran perusahaan yang tergolong besar, dan bahkan tingkat likuiditas yang masih baik pun bisa berhati-hati dan mengukur seberapa parah risiko yang akan terjadi bila memanfaatkan pendanaan melalui pengajuan pinjaman/utang. Karena ketika perusahaan menyadari bahwa aset berwujud mengalami penurunan nilai jual, tentu hal tersebut dianggap kerugian yang besar. Menambah utang akan memperburuk kondisi finansial perusahaan. Dengan demikian teori *pecking order* lebih relevan untuk diterapkan dalam kondisi perusahaan yang berusaha selamat ditengah masalah ekonomi yang terjadi.

## **5.2 Keterbatasan**

Apabila meninjau pengalaman langsung peneliti selama melakukan penelitian ini, ada sejumlah keterbatasan yang ditemukan dan terdapat sejumlah

aspek yang bisa dijadikan perhatian bagi peneliti berikutnya untuk lebih melengkapi kekurangan dari penelitian ini. Setiap kekurangan pada studi ini diharapkan bisa diperbaiki pada studi terkait berikutnya. Adapun beberapa keterbatasan penelitian terangkum sebagai berikut.

1. Faktor-faktor yang berhasil ditemukan mempengaruhi komposisi utang dalam struktur modal hanya ada tiga, yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, dan likuiditas. Tiga faktor tersebut menyumbang 83,4% yang berarti sebesar 16,6% nya adalah dampak dari faktor lain.
2. Pengujian dalam kondisi ekonomi yang berbeda juga masih perlu dikembangkan agar peran moderasi aset berwujud semakin optimal.
3. Variabel moderasi yang ditentukan dalam penelitian hanya satu yakni aset berwujud, mungkin masih ada variabel lain yang juga memiliki kemungkinan memiliki pengaruh moderasi dalam penentuan komposisi struktur modal.

### **5.3 Saran**

Setelah meninjau hasil pembahasan kesimpulan serta keterbatasan penelitian, oleh karenanya terdapat beberapa saran yang bisa diajukan untuk kemajuan studi ini.

1. Bagi peneliti selanjutnya diharapkan bila ingin melanjutkan penelitian ini, dapat mempertimbangkan penambahan variabel independen, mencoba variabel moderasi lainnya, serta mempertimbangkan rentang waktu dengan alasan yang logis. Penelitian yang berkelanjutan dapat

melihat dan menilai setiap perubahan garis perubahan keputusan struktur modal dari waktu ke waktu

2. Bagi kebijakan perusahaan, khususnya perusahaan manufaktur, untuk mulai mengkaji manfaat yang dapat diambil dari aset berwujud ketika krisis mulai terjadi lagi ke depannya. Ukuran perusahaan, profitabilitas, dan likuiditas harus dilakukan penyesuain dengan total aset berwujud yang dimiliki guna mendapatkan komposisi pendanaan modal yang optimal.



## DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J., & Biekpe, N. (n.d.). How do we explain the capital structure of SMEs in sub-Saharan Africa? *Journal of Economic Studies*, 36(1), 83-87.
- Agyei, J., Sun, S., & Abrokwah, E. (2020). Trade-Off Theory Versus Pecking Order Theory: Ghanaian Evidence. 01-13.
- Ahmad, N., & Aris, Y. B. (2015). Does Age of the Firm Determine Capital Structure Decision? Evidence from Malaysian Trading and Service Sector. *International Business Management*, 09(03), 200-207.
- Alamsyah, I. F., Esra, R., Awalia, S., & Nohe, D. A. (2022). Analisis Regresi Data Panel Untuk Mengetahui Faktor Yang Memengaruhi jumlah Penduduk Miskin di Kalimantan Timur. *Prosiding Seminar Nasional Matematika, Statistika, dan Aplikasinya*, 2, 254-266.
- Alipour, M., Mohammadi, M. F., & Derakhshan, H. (2015, Februari). Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57(01), 53-83.
- Astuti, E. (2014, Januari). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Pajak*, 15(02), 149-158.
- Cahyani, N. I., & Handayani, N. (2017). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Size, Kepemilikan Institusional, Dan Tangibility Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 6(2), 614-630.
- Cahyaningdyah, D. (2017, April). Trade Off Theory dan Kecepatan Penyesuaian ke Arah Target Leverage. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 09(02), 69-79.
- Chairunnisa, S., Sudarsono, R., & Tjandrasa, B. B. (2018, April). Testing of Dynamic Trade-Off Theory on Leverage Decision. *Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 15(05), 27-35.
- Chaklader, B., & Jaisinghani, D. (2017). Testing Dynamic Trade-Off Theory of Capital Structure: An Empirical Study for The Textiles Industry in India and China. *Afro-Asian J. Finance and Accounting*, 07(04).
- Cole, R. A. (2013). What do we know about the capital structure of privately held US firms? *Financial Management*, 45, 777-813.
- Dewi, A. S., & Sari, D. (2021, Maret). Analisis Leverage Ditinjau dari Faktor Kebijakan Deviden dan Ukuran Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Pundi*, 05(01), 21-30.
- Dewi, P. N. (2022, September). Analisis Rasio Solvabilitas Untuk Mengukur Kinerja Keuangan Pada Perusahaan PT Kimia Farma (Persero) Tbk



- Periode 2018 – 2020. *Jurnal Ekonomi, Bisnis, dan Manajemen*, 1(3), 210-224.
- Fitim, D., Zoriana, M., & Valeriya, L. (2019). Leverage and Macroeconomic Determinants: Evidence from Ukraine. *Studies in Business and Economics*, 14(02), 5-19.
- Fitriani, D., & Safitri, K. A. (2021, Desember). Kinerja Profitabilitas Dan Prudent Risk Management industri Asuransi Jiwa Syariah Tahun 2020. *Jurnal Administrasi Bisnis Terapan*, 4(1), 71-78.
- Fleck, F. (2020). *The true death toll of COVID-19: estimating global excess mortality*. Retrieved from World Health Organization: <https://www.who.int/data/stories/the-true-death-toll-of-covid-19-estimating-global-excess-mortality#:~:text=By%2031%20December%202020%2C%20this,more%20deaths%20than%20officially%20reported.>
- Ghozali, I., & Ratmono, D. (2017). *Analisis multivariat dan ekonometrika : teori, konsep dan aplikasi dengan eviws 10* (2 ed.). Semarang: Badan Penerbit Undip.
- Gitman, L. J. (2006). *Principles of Managerial Finance* (11 ed.). USA: Pearson Addison Wesley.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2015). *Principles of Managerial Finance* (Vol. 14).
- Harmono. (2011). *Manajemen Keuangan* (3 ed.). Jakarta: PT. Bumi Aksara.
- Hartono, J. (2014). *Metode Penelitian Bisnis* (Vol. 6). Yogyakarta.
- Hartono, J. (2014). *Metodologi penelitian bisnis : salah kaprah dan pengalaman-pengalaman*. Yogyakarta: Badan Penerbit Fakultas Ekonomi, UGM.
- Henukh, C., & Atti, A. (2022). Metode Regresi Data Panel Untuk Pemodelan Indeks Pembangunan Manusia (Ipm) Di Provinsi Nusa Tenggara Timur. *Jurnal Diferensial*, 4(2), 103-113.
- Kim, H., Heshmati, A., & Aoun, D. (2006, Mei). Dynamics of Capital Structure: The Case of Korean Listed Manufacturing Companies. *Asian Economic Journal*, 20(03), 275-302.
- Kirshin, I., & Volkov, G. (2018, Juni). The Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Russian Panel Data. *Journal of Economics and Business*, 39(44), 16-29.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28, 911-922.
- Lipson, M. L., & Mortal, S. (2009, Mei). Liquidity and Capital Structure. *Journal of Financial Markets*, 12, 611-644.

- Mahardhika, B. P., & Aisjah, S. (2013). PENGUJIAN PECKING ORDER THEORY DAN TRADE OFF THEORY PADA STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN (STUDI PADA PERUSAHAAN CONSUMER GOODS DI BURSA EFEK INDONESIA). *Jurnal Manajemen*, 2(2), 01-11.
- Makiwan, G. (2018, Juni). Analisis Rasio Leverage Untuk Memprediksi Pertumbuhan Laba Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2015. *Hasanuddin Student Journal*, 2(1), 189-202.
- Marlina, Rivandi, M., & Dewi, A. S. (2019, July). Analisis Leverage Berdasarkan Faktor Fundamental Dengan Invesment Opportunity Set Sebagai Variabel Moderating. *Proceeding Annual National Conference for Economics and Economics Education Research*, 2, 175-196.
- Martani, D. (2014). *Akuntansi Keuangan Menengah Berbasis PSAK* (Vol. 4).
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (n.d.). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Mohammad, K. U. (2021). How bank capital structure decision-making change in recessions: Covid-19 evidence from Pakistan. *Asian Journal of Economics and Banking*, 6(2), 255-269.
- Murhadi, W. R. (2011). Determinan Struktur Modal: Studi di Asia Tenggara. *JURNAL MANAJEMEN DAN KEWIRAUSAHAAN*, 13, 91-98.
- Murphy, C. B. (2021). *Aset yang Sulit Dijual: Apa Artinya, Cara Kerjanya*. (A. Smith, Editor) Retrieved from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/h/hardtosell-asset.asp>
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(03), 574-592.
- Novari, P. M., & Lestari, P. V. (2016). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan pada Sektor Properti dan Real Estate. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 5(9), 5671-5694.
- Nuryadi, Astuti, T. D., Utami, E. S., & Budiantara. (2017). *Dasar-Dasar Statistik Penelitian*. Yogyakarta: Sibuku Media.
- Ognjanovic, J., Dzenopolja, V., & S. C. (2023, Januari). Intellectual capital before and during COVID-19 in the hotel industry: the moderating role of tangible assets. *Journal of Hospitality and Tourism Insights*, 6(5), 2484-2505.
- Onofrei, M., Tudose, M. B., Durdureanu, C., & Anton, S. G. (2015). Determinant Factors of Firm Leverage: An Empirical Analysis at Iasi County Level. *Procedia Economics and Finance*, 20, 460 – 466.

- Organization, W. H. (2021, Mei Kamis). *The true death toll of COVID-19*. Retrieved from Data Stories WHO: <https://www.who.int/data/stories/the-true-death-toll-of-covid-19-estimating-global-excess-mortality#:~:text=By%2031%20December%202020%2C%20this,more%20deaths%20than%20officially%20reported>
- Panda, A. K., & Nanda, S. (2020). Determinants of capital structure; a sector-level analysis for Indian manufacturing firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 69(5), 1033-1060.
- Pfaffermayr, M., Stockl, M., & Winner, H. (2013). Capital Structure, Corporate Taxation and Firm Age. *The Journal of Applied Public Economics*, 34(01), 109–135.
- Pratiwi, N. P., & Mertha, M. (n.d.). Pengaruh Kebijakan Hutang dan Profitabilitas pada Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Akuntansi*, 20(2).
- Qurat-ul-ain, Wongsurawat, W., & Camino, D. (2019, April). The Determinants of Leverage Decisions: Evidence from Asian Emerging Markets. *Cogent Economics & Finance*, 07(01), 1-41.
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. (2016). *Corporate Finance* (11 ed.). New York, USA: Mc Graw-Hill.
- Sardo, F., & Serrasqueiro, Z. (2017, April). Does Dynamic Trade-Off Theory Explain Portuguese SME Capital Structure Decisions? *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24(03), 485-502.
- Setiaji, H. (2019, November). *Berita Market*. Retrieved from CNBC Indonesia: <https://www.cnbcindonesia.com/market/20191105103729-17-112687/parah-keyakinan-konsumen-ri-terendah-sejak-februari-2017>
- Sianipar, S. (2017, Februari). Pengaruh Struktur Modal Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jom FISIP*, 4(1), 1-14.
- Solimun. (2010). *Analisis Variabel Moderasi Dan Mediasi*. Malang: Statistika FMIPA-UB.
- Sugiyono. (2017). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif, dan R&D*. (S. Y. Ratri, Ed.) Bandung: Alfabeta.
- Susanti, Y., & Agustin, S. (2015, September). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Food And Beverages. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, 4(9), 1-15.
- Susilawati, C. E., Wijayanti, R., & Martono, C. (2020, Juni). Speed Of Adjustment pada Struktur Modal: Analisis Berdasarkan Siklus Hidup Perusahaan di Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 22(01), 121-128.

- Sutrisno. (2016, Januari). Struktur Modal: Faktor Penentu dan Pengaruhnya pada Nilai Perusahaan. *Jurnal Siasat Bisnis*, 20(01), 79-89.
- Suwarti, T., & Sudiyatno, B. (2022). Determinants of Leverage in Manufacturing Companies: An Empirical Study in Indonesia. *International Journal of Scientific Research and Management*, 10(10), 4103-4111.
- Talundima, C. A., & Kelen, L. H. (2022, Juli). Analisis Perbedaan Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Sebelum dan Selama Masa Pandemi Covid-19. *Journal of Global Business and Management Review*, 04(02), 15-26.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Udomsirikul, P., Jumreornvong, S., & Jiraporn, P. (2011). Liquidity and Capital Structure: The Case of Thailand. *Journal of Multinational Financial Management*, 21, 106–117.
- Viviani, J. L. (2008). Capital structure determinants: an empirical study of French companies in the wine industry. *International Journal of Wine Business Research*, 20(2), 171-194.
- Warmana, G. O., & Widnyana, I. W. (2016, Desember). Determinan dan Kecepatan Penyesuaian Struktur Modal Perusahaan Pada Sektor Pertanian di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Pertanian Berbasis Keseimbangan Ekosistem*, 06(12), 10-17.
- Widarjono, A. (2009). *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya* (3 ed.). Yogyakarta: Ekonesia.
- Widiastari, P. A., & Yasa, G. W. (2018, Mei). Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, dan Ukuran Perusahaan Pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 23(2), 957-981.
- Winarno, S. H. (2019, Desember). Analisis NPM, ROA, dan ROE dalam Mengukur Kinerja Keuangan. *Jurnal STEI Ekonomi*, 28(02), 254-266.
- Yuliana, L., & Yuyetta, E. N. (2017). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Leverage Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2015). *Jurnal Akuntansi*, 06(03), 1-13.