

**DETERMINAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN  
DAN INDUSTRI DI INDONESIA DENGAN  
*HIERARCHICAL LINEAR MODELING***



**SILVANA SYAH  
9917921022**

*Mencerdaskan dan*  
**Disertasi yang Ditulis untuk memenuhi Sebagian Persyaratan  
untuk mendapatkan Gelar Doktor**  
*Memartabatkan Bangsa*

**PASCASARJANA  
UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA  
2024**

**DETERMINAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN  
DAN INDUSTRI DI INDONESIA DENGAN  
*HIERARCHICAL LINEAR MODELING***



**SILVANA SYAH  
9917921022**

*Mencerdaskan dan  
Memartabatkan Bangsa*

**PASCASARJANA  
UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA  
2024**

**PERSETUJUAN DEWAN PENGUJI DIPERSYARATKAN UNTUK  
UJIAN TERBUKA/ PROMOSI DOKTOR**

Promotor



Prof. Dr. I Gusti Ketut Agung Ulupui, S.E., M.Si., Ak  
Tanggal : 19/2-2024

Kopromotor



Prof. Agung Dharmawan Buchdadi, M.M., Ph.D  
Tanggal : 19/2-2024

NAMA

TANDA TANGAN

TANGGAL

Prof. Dr. Dedi Purwana E.S., M.Bus  
(Ketua)<sup>1</sup>



23-02-2024

Prof. Dr. Hamidah, S.E., M.Si.  
(Sekretaris)<sup>2</sup>



20/2-2024

Nama : SILVANA SYAH  
No Registrasi : 9979121022  
Angkatan : 2021

*mencerdaskan dan  
Memartabatkan Bangsa*

## PERNYATAAN ORISINALITAS KARYA ILMIAH

Saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Silvana Syah  
NIM : 9917921022  
Jenjang : S3 (Doktor)  
Program Studi : Ilmu Manajemen  
Angkatan : 2021/2022

Dengan ini menyatakan bahwa disertasi dengan judul penelitian **Determinan Struktur Modal Perusahaan dan Industri Di Indonesia Dengan Hierarchical Linier Modeling** merupakan karya saya sendiri tidak mengandung unsur *plagiat* dan sumber baik yang dikutip langsung maupun tidak langsung yang dirujuk telah saya nyatakan benar.

Demikianlah pernyataan ini dibuat dalam keadaan sehat tanpa unsur paksaan dari siapapun. Apabila dikemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran dalam pernyataan ini, maka saya bersedia menerima sanksi akademik sesuai dengan peraturan yang berlaku di Pascasarjana Universitas Negeri Jakarta.

Jakarta, 19 Februari 2024

  
Silvana Syah

*menceraaskan dan  
Memartabatkan Bangsa*

## SURAT PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Silvana Syah  
NIM : 9917921022  
Jenjang : S3 (Doktor)  
Program Studi : Ilmu Manajemen  
Angkatan : 2021/2022  
Semester : 120 (Genap) Tahun Akademik 2023/2024

Dengan ini menyatakan bahwa persetujuan ujian terbuka dan perbaikan ujian tertutup untuk pemberkasan yudisium dan wisuda adalah benar tanda tangan dan sudah mendapatkan persetujuan oleh komisi penguji. Apabila saya melanggar pernyataan ini, maka saya bersedia menerima sanksi dari Pascasarjana Universitas Negeri Jakarta.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenar-benarnya dan tanpa paksaan dari pihak manapun.

Jakarta, 19 Februari 2024  
Yang membuat pernyataan,



Silvana Syah

*Mencerdaskan dan  
Memartabatkan Bangsa*



KEMENTERIAN PENDIDIKAN, KEBUDAYAAN, RISET DAN TEKNOLOGI  
UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA  
UPT PERPUSTAKAAN

Jalan Rawamangun Muka Jakarta 13220  
Telepon/Faksimili: 021-4894221  
Laman: [lib.unj.ac.id](http://lib.unj.ac.id)

LEMBAR PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI  
KARYA ILMIAH UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS

Sebagai sivitas akademika Universitas Negeri Jakarta, yang bertanda tangan di bawah ini, saya:

Nama : Silvana Svah  
NIM : 9917921022  
Fakultas/Prodi : Ilmu Manajemen  
Alamat email : miss.silvanasyah@gmail.com

Demikian pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada UPT Perpustakaan Universitas Negeri Jakarta, Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif atas karya ilmiah:

Skripsi  Tesis  Disertasi  Lain-lain (.....)

yang berjudul :

" Determinan Struktur Modal Perusahaan dan Industri Di Indonesia  
Dengan Hierarchical Linier Modeling

Dengan Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif ini UPT Perpustakaan Universitas Negeri Jakarta berhak menyimpan, mengalihmediakan, mengelolanya dalam bentuk pangkalan data (*database*), mendistribusikannya, dan menampilkan/mempublikasikannya di internet atau media lain secara *fulltext* untuk kepentingan akademis tanpa perlu meminta ijin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan atau penerbit yang bersangkutan.

Saya bersedia untuk menanggung secara pribadi, tanpa melibatkan pihak Perpustakaan Universitas Negeri Jakarta, segala bentuk tuntutan hukum yang timbul atas pelanggaran Hak Cipta dalam karya ilmiah saya ini.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Jakarta, 23 April 2024

Penulis

()  
nama dan tanda tangan

## Abstrak

Tujuan dari penelitian ini adalah menganalisis pengaruh determinan struktur modal perusahaan yaitu profitabilitas, ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan, likuiditas, jarak kebangkrutan dan determinan struktur modal industri yaitu *munificent*, industri dinamis dan konsentrasi serta interaksi determinan struktur modal perusahaan dan industri terhadap keputusan struktur modal perusahaan di Indonesia. Makalah ini menyoroti kesenjangan utama dalam literatur tentang determinan struktur modal yang selama ini cenderung mengabaikan peran atribut lingkungan industri. Metode yang digunakan adalah *Hierarchical Linier Model* karena dapat meminimalkan perbedaan di antara kluster dan kelompok. Sampel akhir terdiri dari 123 perusahaan papan utama dalam 10 sektor kecuali sektor keuangan dan sektor investasi yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada 2010-2022. Dari hasil analisis ditemukan bahwa peluang pertumbuhan, likuiditas, *munificent*, interaksi *munificent* dengan profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal. Sedangkan profitabilitas, jarak kebangkrutan, industri dinamis dan interaksi antara *munificent* dengan jarak kebangkrutan memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal.

**Kata kunci :** HLM, struktur modal, determinan perusahaan, *munificent*, industri dinamis, konsentrasi



*Mencerdaskan dan  
Memartabatkan Bangsa*

## Abstract

*The aim of this research is to analyze the influence of corporate determinants, such as profitability, firm size, growth opportunities, liquidity, distance from bankruptcy, and industrial environmental determinants, such as munificence, dynamism and konsentrasi, as well as the interaction between corporate determinants and industrial environmental factors on the capital structure decisions of companies in Indonesia. This paper highlights the primary gap in the literature on capital structure determinants, which has traditionally overlooked the role of industrial environmental attributes. The method employed is the Hierarchical Linear Model because it can minimize differences between clusters and groups. The final sample consists of 123 mainboard companies in 10 sectors, excluding the financial and investment sectors, listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2010 to 2022. The analysis results show that growth opportunities, liquidity, munificence, and the interaction between munificent and profitability have a positive influence on capital structure. Meanwhile, profitability, bankruptcy distance, dynamism, and the interaction between munificence and distance from bankruptcy have a negative influence on capital structure.*

**Keywords:** *HLM, capital structure, firm determinants, munificent, dynamism, concentration*



*Mencerdaskan dan  
Memartabatkan Bangsa*



## RINGKASAN

Enam puluh lima tahun sejak teori struktur modal pertama kali diusulkan oleh Modigliani Miller pada tahun 1958, dunia bisnis telah menyaksikan perubahan nilai perusahaan yang signifikan selama periode bertumbuh maupun resesi. Pertanyaan mendasar muncul mengenai hubungan antara struktur modal perusahaan dengan determinannya. Sebagaimana kita ketahui, tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan dengan mengelola dana pemegang saham untuk investasi yang menguntungkan. Keputusan keuangan perusahaan melibatkan pendanaan dan investasi, dengan mencakup utang dan ekuitas. Struktur modal mengukur perbandingan sumber pendanaan, memainkan peran penting dalam keputusan keuangan. Keputusan struktur modal membutuhkan pertimbangan yang cermat karena dapat memengaruhi risiko dan biaya perusahaan. Terlalu banyak utang dapat meningkatkan risiko keuangan dan biaya bunga, sementara itu terlalu sedikit utang dapat meningkatkan biaya modal. Struktur modal juga dapat dipengaruhi oleh faktor eksternal seperti kondisi industri dan lingkungan makroekonomi. Dalam konteks ini, penelitian ini menjadi penting untuk menganalisis determinan eksternal yang juga memengaruhi keputusan struktur modal di Indonesia.

Ada 6 kebaruan dari penelitian ini yaitu :

1. Merupakan penelitian pertama di Indonesia yang menganalisis pengaruh determinan tingkat perusahaan dan industri secara simultan terhadap keputusan struktur modal perusahaan. Sebelumnya, studi di Indonesia cenderung mengabaikan peran atribut lingkungan industri dalam keputusan pendanaan struktur modal (Husaeni, 2018; Ramli, 2019; Sutomo, 2020).
2. Variabel pada level perusahaan melibatkan determinan tradisional perusahaan seperti profitabilitas, ukuran perusahaan (*size*), peluang pertumbuhan (*growth*), likuiditas dan jarak kebangkrutan. Jarak kebangkrutan' merupakan variabel yang belum banyak dieksplorasi, meskipun memegang peranan penting sebagai salah satu determinan dalam struktur modal.
3. Penelitian menganalisis tiga karakteristik penting lingkungan industri, yaitu *munificent*, industri dinamis dan konsentrasi yang jarang dilakukan pada penelitian di Indonesia. *Munificent* menggambarkan kelimpahan dan ketersediaan sumber daya eksternal yang dapat mendukung pertumbuhan organisasi (Andrevski et al., 2014) sedangkan industri dinamis adalah volatilitas perubahan dalam industri yang meningkatkan ketidakpastian prediksi perusahaan (Lewis et al., 2014). Konsentrasi adalah dominasi beberapa perusahaan dalam suatu industri atau dalam perekonomian (Shughart, 2023).
4. Penelitian ini merupakan pengembangan dari riset Kayo dan Kimura (2011) yang berpendapat bahwa evaluasi keputusan struktur modal perlu mempertimbangkan determinan pada level yang lebih tinggi. Sedikitnya

penelitian yang menganalisis pengaruh karakteristik lingkungan industri dibandingkan dengan determinan perusahaan dan negara, sehingga perlu diinvestigasi secara empiris (Kayo dan Kimura, 2011). *Hierarchical Linear Modeling* digunakan sebagai teknik untuk mengevaluasi semua level secara simultan. Metode ini menawarkan solusi elegan untuk asumsi independensi observasi yang tidak terpenuhi pada data panel (Marinsek, 2017)

5. Penelitian ini menguji efek tidak langsung *munificent* dengan profitabilitas, *munificent* dengan peluang pertumbuhan, *munificent* dengan jarak kebangkrutan serta konsentrasi dengan peluang pertumbuhan terhadap keputusan struktur modal. Sejauh pengetahuan peneliti, jarang sekali studi struktur modal yang mempertimbangkan efek tidak langsung dengan lengkap. Dengan menggunakan *Hierarchical Linear Modeling* (HLM), penelitian ini mampu mengevaluasi berbagai efek tidak langsung tersebut secara bersamaan, seperti halnya yang sudah pernah dilakukan Kayo dan Kimura (2011), Saxena (2022).
6. Penelitian ini dianalisis dengan teori *trade off static*, teori *trade off dynamic*, teori *pecking order* dan teori keagenan. Selain itu teori kemampuan dinamis digunakan pada penelitian ini untuk memberikan rekomendasi kepada perusahaan untuk siap menghadapi perubahan lingkungan bisnis dengan cepat dan efektif. Misalnya, dalam menghadapi ketidakpastian ekonomi atau persaingan yang meningkat, perusahaan memilih untuk mengurangi penggunaan utang mereka untuk menghindari risiko yang lebih tinggi. Sebaliknya, jika ada peluang pertumbuhan yang besar, mereka memilih untuk mengambil lebih banyak utang untuk mendanai ekspansi. Penelitian mengenai hubungan antara kemampuan dinamis dengan keputusan struktur modal masih minim.

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan pendekatan *Hierarchical Linear Modeling* (HLM) untuk menganalisis determinan struktur modal perusahaan dan industri di Indonesia. Penggunaan OLS (*Ordinary Least Square*) atau regresi data panel dalam konteks data hierarki, yang dapat menyebabkan *Ecological Fallacy* dan bias model. Dalam konteks ini, HLM mengasumsikan bahwa karakteristik tingkat yang lebih tinggi dapat memengaruhi karakteristik tingkat yang lebih rendah. Sebagai contoh, perusahaan (tingkat rendah) yang beroperasi di lingkungan industri tertentu (tingkat tinggi) memiliki pola perilaku yang serupa dan oleh karena itu akan memiliki rasio leverage yang mirip. Oleh karena itu, perusahaan-perusahaan tersebut cenderung memiliki korelasi dalam kluster yang kuat. Namun, perusahaan-perusahaan ini dapat berbeda dari perusahaan-perusahaan lain di lingkungan industri yang berbeda, menyebabkan perbedaan yang signifikan. Perbedaan di antara kluster-kelompok dapat diminimalkan oleh *Hierarchical Linear Model* (HLM). HLM mampu mengatasi masalah ekonometrik yang diangkat oleh Fama dan French (2002) terkait karakteristik data. Dalam mengatasi distribusi variabel dependen tidak normal, maka HLM GLM (*Generalized Linear Models*) dapat digunakan sebagai alternatif untuk analisis data.

HLM GLM adalah model statistik yang merupakan penggunaan distribusi yang berbeda dari distribusi normal, seperti distribusi binomial, Poisson, atau gamma.

Data diperoleh dari *Financial Modeling Prep* dan mencakup 123 perusahaan papan utama dari 10 sektor pada Bursa Efek Indonesia selama periode 2010-2022. Alasan sampel diambil dari papan utama karena memiliki sejumlah keuntungan, seperti likuiditas yang lebih tinggi, regulasi yang ketat, reputasi yang baik, potensi akses ke modal, dan investasi jangka panjang. Penelitian juga menggunakan periode waktu 2010-2022 yang relevan untuk melihat perubahan kebijakan dan tren jangka panjang, serta penyesuaian dengan tujuan penelitian.

Berdasarkan hasil statistik deskriptif, rata-rata proporsi *long term debt* terhadap total aset sebesar 15,10%. Sektor transportasi dengan rasio utang jangka panjang (*long term debt*) tertinggi (33%) sementara sektor teknologi (4,8%) menempati tempat terendah. Sektor teknologi memiliki profitabilitas tertinggi (12,2%), sementara sektor transportasi memiliki profitabilitas terendah (4,9%). Ukuran perusahaan tertinggi ada di sektor kesehatan (29,591), sementara sektor transportasi memiliki ukuran terendah (23,556). Pertumbuhan perusahaan tertinggi terdapat di sektor barang konsumsi non primer (71,2%), sedangkan sektor transportasi mengalami pertumbuhan negatif (-2,2%). Likuiditas tertinggi dimiliki oleh sektor bahan baku (3,077), sedangkan sektor barang konsumsi non primer memiliki likuiditas terendah (0,806). Jarak kebangkrutan tertinggi dimiliki oleh sektor teknologi (9,269), sementara sektor bahan baku memiliki jarak terendah (3,073). *Munificent* tertinggi dimiliki oleh sektor transportasi (0,178), sektor yang memiliki *munificent* di bawah rata-rata sektor energi sebesar -0,013. *Dynamism* tertinggi dimiliki oleh sektor properti dan real estate (2,7), sedangkan sektor yang memiliki *dynamism* di bawah rata-rata adalah sektor konsumsi primer sebesar 0,026. *Konsentrasi* tertinggi dimiliki oleh sektor barang Konsumsi Primer sebesar 5979.092, sedangkan sektor yang memiliki konsentrasi di bawah rata-rata adalah sektor perindustrian sebesar 1200.

Analisis *Crosstabulation* menunjukkan bahwa dalam lingkungan dengan tingkat kelimpahan yang tinggi (*munificent tinggi*) terdapat beberapa ciri khas dalam struktur keuangan perusahaan, yaitu adanya utang jangka panjang dan total utang yang signifikan, tingkat profitabilitas yang tinggi dan jarak kebangkrutan yang besar. Pada lingkungan yang *munificentnya* rendah, ukuran perusahaannya besar, pertumbuhannya besar dan likuiditasnya besar. Dalam lingkungan yang dinamis terdapat kecenderungan untuk memiliki utang jangka panjang dan total utang yang signifikan, profitabilitas yang tinggi dan peluang pertumbuhan yang besar. Dalam konteks lingkungan dengan tingkat dinamisme yang rendah, di mana perusahaan memiliki ukuran yang besar, likuiditas yang tinggi, dan jarak kebangkrutan yang tinggi. Dalam lingkungan dengan tingkat konsentrasi yang tinggi, menunjukkan ciri utang jangka panjang yang tinggi, total utang yang besar, profitabilitas yang tinggi,

dan peluang pertumbuhan yang tinggi. Dalam lingkungan industri dengan tingkat konsentrasi yang rendah, di mana perusahaan memiliki ukuran yang besar, likuiditas yang tinggi, dan jarak kebangkrutan yang tinggi.

Profitabilitas menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan. Hal ini sesuai dengan teori Pecking order yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung mengikuti urutan pembiayaan internal terlebih dahulu sebelum mempertimbangkan utang eksternal dan jika membutuhkan utang, perusahaan lebih memilih utang yang lebih murah atau yang lebih aman terlebih dahulu sebelum menggunakan utang yang lebih mahal atau berisiko (Khan et al., 2021; Shaik et al., 2022). Perusahaan memutuskan untuk menggunakan sumber dana internal terlebih dahulu sebelum memanfaatkan sumber dana eksternal seperti utang atau saham. Dalam konteks ini, profitabilitas perusahaan dianggap sebagai determinan yang memengaruhi ketersediaan dana internal yang dapat digunakan perusahaan untuk membiayai operasional perusahaan ataupun investasi. Jika profitabilitas perusahaan tinggi, maka perusahaan memiliki dana internal yang mencukupi untuk berinvestasi sehingga tidak perlu mengandalkan sumber dana eksternal (Usman, 2021; Bernardo, 2018). Selain itu juga mendukung teori *trade off dynamic*, yang menyatakan bahwa ketika biaya penyesuaian menghambat perubahan dalam tingkat utang, peningkatan profitabilitas dapat mengurangi kebutuhan perusahaan untuk meminjam tambahan. Dengan laba yang tinggi, perusahaan mungkin lebih mampu membiayai investasi dan ekspansi tanpa harus mengandalkan utang tambahan. Jika perusahaan memiliki profitabilitas yang tinggi, maka kebutuhan untuk meminjam tambahan mungkin tidak sebesar perusahaan dengan profitabilitas yang lebih rendah. Dengan demikian, perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi mungkin memiliki kecepatan penyesuaian yang lebih lambat dalam meningkatkan tingkat utangnya, karena mereka mungkin lebih mampu untuk membiayai investasi dan kegiatan operasional mereka secara internal. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi mungkin memiliki fleksibilitas keuangan yang lebih besar, yang dapat memungkinkan mereka untuk menunda atau menghindari penyesuaian tingkat utang mereka. Mereka mungkin memiliki lebih banyak sumber dana internal yang dapat digunakan untuk membiayai investasi dan ekspansi, sehingga mengurangi kebutuhan untuk meminjam tambahan. (strebulaev, 2007; Abel, 2018). Hasil penelitian ini didukung hasil penelitian terdahulu dengan memperkuat temuan bahwa profitabilitas menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal yaitu Smith, 2014; Nejad, 2015; Ahmad, 2017; Marinšek, 2017; Abel, 2018; Sinha, 2018; Bernardo, 2018; Haron, 2018; Cahyono, 2019 ; Jaworski, 2019 Bilgin, 2019; Oldeniel, 2020; Ulupui, 2020; Usman, 2021; Kuc, 2021; Khan, 2021; Shaikh, 2022.

Ukuran perusahaan tidak signifikan, artinya ukuran perusahaan (*size*) belum cukup bukti berpengaruh dalam keputusan struktur modal di Indonesia. Hal ini menarik karena melawan hasil pada umumnya. Tidak signifikannya ukuran perusahaan (*size*) terhadap struktur modal adalah karena variabilitas yang besar di antara berbagai industri di Indonesia. Temuan ini menunjukkan bahwa dalam konteks

industri di Indonesia, pengaruh ukuran perusahaan terhadap keputusan struktur modal tidak konsisten. Pengaruh yang tidak signifikan juga disebabkan karena perusahaan dengan ukuran besar memiliki *informational asymmetries* yang lebih rendah sehingga akan lebih mudah dalam menerbitkan sekuritas yang sensitif terhadap informasi pasar seperti ekuitas. Dengan demikian, perusahaan tersebut memiliki kecenderungan untuk memilih pendanaan melalui ekuitas (Rajan dan Zingales, 1995). Hasil penelitian ini didukung hasil penelitian terdahulu dengan memperkuat temuan bahwa ukuran perusahaan (*size*) belum cukup bukti berpengaruh dalam keputusan struktur modal di Indonesia, yaitu Chen, 2004; Ibhagui, 2018; Setiadharna, 2017.

Peluang pertumbuhan (*growth*) menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal. Hal ini sesuai dengan teori *pecking order*. Menurut Myers dan Majluf (1984), manajer cenderung menerbitkan saham baru ketika harga terlalu tinggi, sehingga memberi keuntungan kepada pemegang saham lama. Mengetahui keadaan ini, pemegang saham baru menuntut diskon pada harga saham untuk membelinya. Dengan demikian, manajer menghindari menerbitkan saham baru, meskipun keputusan ini dapat membuat perusahaan mengabaikan investasi yang menguntungkan. Oleh karena itu, Myers (1984) menyarankan bahwa perusahaan mengurangi biaya informasi asimetris memiliki preferensi pendanaan. Dalam arti ini, perusahaan lebih suka menggunakan laba ditahan pertama, kemudian utang berisiko rendah, utang berisiko tinggi, dan, sebagai sumber terakhir, ekuitas baru. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan bagus tetapi kurang arus kas internal dapat beralih ke utang untuk mendanai proyek-proyek mereka terlebih dahulu, sehingga memberikan *leverage* yang tinggi. Menurut teori keagenan, manajemen memiliki insentif untuk memaksimalkan ukuran perusahaan dan pertumbuhannya karena hal ini sering terkait dengan peningkatan kompensasi dan penghargaan bagi manajemen. Oleh karena itu, ketika manajemen percaya bahwa peluang pertumbuhan yang baik yang dapat meningkatkan nilai perusahaan, mereka mungkin lebih cenderung untuk menggunakan lebih banyak utang dalam struktur modal perusahaan. Penggunaan utang dapat menjadi alat yang efektif dalam membiayai ekspansi bisnis yang diharapkan. Dalam analisis *trade-off dynamic*, hubungan positif antara peluang pertumbuhan dan keputusan struktur modal disebabkan karena perusahaan dengan peluang pertumbuhan membutuhkan dana tambahan dengan cepat untuk memanfaatkan peluang tersebut. Jika kecepatan penyesuaian tinggi, perusahaan dapat dengan cepat menyesuaikan tingkat utangnya untuk mendanai investasi yang diperlukan guna mendukung pertumbuhan tersebut. Dalam hal ini, keputusan struktur modal cenderung lebih responsif terhadap perubahan dalam peluang pertumbuhan. Hasil penelitian ini didukung hasil penelitian terdahulu dengan memperkuat temuan bahwa peluang pertumbuhan (*growth*) berpengaruh positif terhadap keputusan struktur modal Marinšek (2017), Haron, R. (2018), Shaik, 2022, Syah, 2022; Khan, 2021; Jaworski, 2019.

Likuiditas menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal. Menurut teori *Trade off static*, perusahaan dengan tingkat likuiditas

yang tinggi cenderung menggunakan utang sebagai sumber pendanaan karena dapat dengan mudah membayar cicilan berikut bunganya. Sebaliknya, perusahaan dengan tingkat likuiditas yang rendah lebih menggunakan ekuitas daripada utang, karena sulit memenuhi kewajiban finansial jika menggunakan utang. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi memiliki aset yang dapat dengan mudah diubah menjadi uang tunai. Dalam hal ini, menggunakan utang sebagai sumber pendanaan lebih memungkinkan, karena perusahaan dapat dengan mudah membayar cicilan dan bunganya dengan aset likuid tersebut. Namun perlu diingat likuiditas yang tinggi bisa menjadi indikator bahwa perusahaan tidak mengelola modalnya dengan efisien. Dana yang menganggur dapat dianggap sebagai aset yang tidak produktif karena tidak digunakan untuk pertumbuhan atau ekspansi bisnis. Ini dapat menyebabkan persepsi negatif di antara investor atau pemangku kepentingan tentang kemampuan manajemen untuk mengalokasikan sumber daya secara efektif (Brigham & Ehrhardt, 2013). Menurut Teori Keagenan, likuiditas yang tinggi memungkinkan manajemen untuk lebih mudah mengatasi kebutuhan keuangan mendesak dan untuk mengelola risiko keuangan yang tidak terduga. Dalam konteks ini, likuiditas yang tinggi dapat dianggap sebagai salah satu bentuk perlindungan terhadap potensi konflik keagenan yang mungkin timbul dari penggunaan utang yang berlebihan. Dengan demikian, ketika likuiditas perusahaan tinggi, manajemen mungkin merasa lebih nyaman untuk menggunakan lebih banyak utang dalam struktur modal perusahaan. Hal ini karena mereka dapat yakin bahwa perusahaan memiliki kemampuan untuk mengelola pembayaran bunga dan kewajiban utang lainnya tanpa mengorbankan likuiditas yang diperlukan untuk operasi sehari-hari dan situasi keuangan mendesak. Pada likuiditas yang tinggi, manajemen memiliki lebih banyak fleksibilitas untuk memilih struktur modal yang lebih agresif, termasuk penggunaan lebih banyak utang, tanpa meningkatkan risiko keuangan yang tidak diinginkan. Oleh karena itu, likuiditas yang tinggi dapat memberikan insentif tambahan bagi manajemen untuk mengambil risiko dalam menggunakan utang dalam struktur modal perusahaan. Pengaruh positif dan signifikan likuiditas terhadap keputusan struktur modal didukung oleh teori *trade-off dynamic* yang diajukan oleh Strebulaev. Likuiditas yang tinggi menandakan ketersediaan dana yang cepat bagi perusahaan, baik dari sumber internal maupun eksternal. Jika kecepatan penyesuaian tinggi, perusahaan dapat dengan cepat menyesuaikan struktur modal mereka dengan menggunakan dana tambahan yang tersedia, terutama jika terdapat peluang investasi yang menarik. Dalam hal ini, likuiditas yang tinggi cenderung meningkatkan keputusan untuk menggunakan utang tambahan. Likuiditas yang tinggi juga dapat mengurangi biaya penyesuaian yang terkait dengan perubahan dalam struktur modal. Jika perusahaan memiliki akses cepat terhadap likuiditas, mereka mungkin tidak perlu bergantung pada utang tambahan dengan biaya transaksi atau penerbitan yang tinggi. Dalam hal ini, likuiditas yang tinggi akan memfasilitasi keputusan struktur modal yang lebih cepat dan efisien. Hasil penelitian ini didukung hasil penelitian terdahulu dengan memperkuat temuan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap keputusan struktur modal Bilgin, 2019; Kuc, 2021; Hamidah, 2016; Jaworski, 2019.

Jarak kebangkrutan menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal. Hal ini sesuai dengan teori *pecking order*. Menurut *pecking order* dimana perusahaan yang memiliki jarak kebangkrutan yang tinggi akan cenderung lebih sedikit menggunakan utang sebagai sumber pendanaan karena memiliki kemampuan finansial yang lebih besar (Usman, 2021). Perusahaan dengan jarak kebangkrutan yang lebih besar cenderung mengandalkan modal internal seperti laba ditahan untuk mendukung operasional karena memiliki kemampuan finansial yang lebih besar (Kayo dan Kimura, 2011, Sinha, 2018). Sebaliknya, perusahaan dengan jarak kebangkrutan yang kecil cenderung menggunakan utang sebagai sumber pendanaan, mempertimbangkan biaya utang yang lebih tinggi dan risiko kebangkrutan yang lebih rendah. Dalam konteks *trade-off dynamic* yang diperkenalkan oleh Strebulaev, jika perusahaan memiliki kecepatan penyesuaian yang tinggi, artinya mereka dapat dengan cepat menyesuaikan struktur modal mereka dengan kondisi keuangan dan pasar yang berubah. Dalam hal ini, meskipun jarak kebangkrutan yang jauh menunjukkan stabilitas keuangan yang lebih besar, perusahaan mungkin tidak terlalu mengandalkan utang sebagai sumber dana tambahan karena mereka dapat dengan mudah beralih ke sumber pendanaan lainnya jika diperlukan. Kecepatan penyesuaian yang tinggi juga memungkinkan perusahaan untuk dengan cepat menyesuaikan proporsi utangnya jika terjadi perubahan signifikan dalam kondisi keuangan atau peluang investasi. Dalam konteks ini, meskipun perusahaan memiliki jarak kebangkrutan yang jauh, mereka mungkin lebih memilih untuk tetap konservatif dalam penggunaan utang untuk menghindari risiko dan biaya tambahan. Sebaliknya, jika perusahaan memiliki kecepatan penyesuaian yang rendah, artinya mereka membutuhkan waktu yang lebih lama untuk menyesuaikan struktur modal mereka dengan perubahan kondisi pasar atau keuangan. Dalam hal ini, perusahaan mungkin lebih cenderung untuk menghindari penggunaan utang tambahan bahkan jika memiliki jarak kebangkrutan yang jauh, karena mereka tidak dapat dengan cepat menyesuaikan diri jika terjadi perubahan yang mendadak. Kecepatan penyesuaian yang rendah juga dapat menyebabkan perusahaan menjadi lebih konservatif dalam pengambilan risiko keuangan, karena mereka terlalu lambat dalam merespons perubahan kondisi pasar atau keuangan yang mungkin mempengaruhi kemampuan mereka untuk memenuhi kewajiban utang. Hasil penelitian ini didukung hasil penelitian terdahulu dengan memperkuat temuan bahwa jarak kebangkrutan menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal Yaman, 2022, Sinha, 2018; Shilpa, 2020; Usman, 2021; Corbae, 2021, Kahya et al., 2020.

*Munificent* menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal. Menurut teori keagenan, kecukupan sumber daya yang tinggi (*munificent* tinggi) dapat berfungsi sebagai mitigasi (tindakan atau strategi yang diambil untuk mengurangi, meminimalkan, atau mengatasi dampak negatif atau risiko suatu kejadian atau situasi) terhadap konflik keagenan yang muncul antara pemegang saham pengendali besar dan minoritas. Dengan adanya cukup sumber daya, perusahaan lebih mampu memitigasi *agency cost* dengan menggunakan utang sebagai mekanisme kontrol. Menurut teori kemampuan dinamis dalam

lingkungan yang berkelimpahan (*munificent*) sumber daya yang dibutuhkan oleh perusahaan dapat diakses dengan mudah memungkinkan perusahaan untuk membentuk tingkat persaingan yang lebih rendah dengan pesaing di sektor tersebut. Lingkungan persaingan yang berkelimpahan umumnya ditandai oleh tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi dan jumlah tindakan hukum yang relatif sedikit di antara anggota sektor. Sebaliknya, lingkungan yang bersifat mengalami kelangkaan sumber daya sering kali terjadi tindakan hukum, tindakan agresif oleh pesaing dan pemangku kepentingan yang menghalangi peluang-peluang yang ada di sekitar perusahaan. Kondisi lingkungan persaingan pada akhirnya membentuk organisasi. Dalam lingkungan persaingan yang berkelimpahan, manajemen puncak memiliki berbagai opsi strategis yang dapat diimplementasikan tanpa batasan karena keterbatasan sumber daya atau blokade oleh pemangku kepentingan. Ketika manajer menilai tingkat kelimpahan yang tinggi dalam konteks mereka, kita dapat mengharapkan mereka mencoba menemukan kondisi yang tepat untuk mengembangkan proses pembelajaran organisasi dan dengan demikian untuk menghasilkan kemampuan dinamis. Sebaliknya, ketika mereka mengamati lingkungan dengan tindakan agresif oleh pesaing dan pemangku kepentingan, mereka mengalokasikan sumber daya untuk tujuan lain. Selain itu, kelangkaan sumber daya dan tekanan yang dilakukan oleh pemangku kepentingan akan menciptakan kesulitan dan ketegangan bagi manajer, pada akhirnya menghambat dan membatasi banyak opsi strategis yang dipertimbangkan. Hasil penelitian ini didukung hasil penelitian terdahulu dengan memperkuat temuan *munificent* industri berpengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal sesuai dengan penelitian Venanzi, 2017; Oldeniel, 2020; Usman, 2021; Smith, 2014; Cahyono, 2019, Omar, 2016, Fainshmidt, 2019.

Industri dinamis menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal. Volatilitas tinggi dapat mengarah ke tingkat utang yang lebih rendah karena tidak jelas apakah perusahaan dapat memenuhi kewajiban pembayarannya di masa depan. Dalam industri yang dinamis, tingkat perubahan dan ketidakpastian yang tinggi dapat meningkatkan biaya keuangan karena risiko kebangkrutan yang lebih besar. Oleh karena itu, perusahaan cenderung memilih struktur modal yang lebih konservatif atau mengurangi penggunaan utang untuk menghindari risiko keuangan tambahan. Menurut teori kemampuan dinamis, perusahaan yang kuat dapat lebih responsif terhadap perubahan lingkungan, mengidentifikasi peluang inovatif dan menyesuaikan strategi operasional dan pemasaran. Keputusan struktur modal perusahaan juga memberikan dampak pada kinerja, dengan kemampuan dinamis memungkinkan adaptasi dan penyesuaian terhadap kebutuhan finansial yang berkembang. Dalam konteks ini, perusahaan dapat menggunakan kemampuan dinamis untuk mengelola struktur modal dengan efektif, menanggapi dinamika industri, dan mencapai kinerja jangka panjang yang berkelanjutan, membuktikan bahwa integrasi antara industri dinamis, keputusan struktur modal, dan kemampuan dinamis menjadi kunci strategis bagi kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini didukung hasil penelitian terdahulu dengan memperkuat temuan bahwa industri dinamis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal (Saxena, 2021; Oldeniel, 2020; Ramakrisnan,



2012) dan berlawanan dengan penelitian Kayo & Kimura (2011), Sinha (2018), Smith (2014), Liaqat (2021).

Konsentrasi menunjukkan belum cukup bukti berpengaruh dalam keputusan struktur modal. Hal ini disebabkan karena perusahaan di industri yang sangat terkonsentrasi tidak ingin berbagi informasi yang bersifat kompetitif dengan investor karena posisi mereka di pasar dapat menurun. Itulah mengapa mereka lebih suka mengambil utang jangka pendek daripada utang jangka panjang karena investor seringkali meminta informasi tambahan jika mereka memberikan utang jangka panjang. Hasil penelitian ini didukung hasil penelitian terdahulu dengan memperkuat temuan bahwa konsentrasi menunjukkan belum cukup bukti berpengaruh dalam keputusan struktur modal yaitu Saxena 2021; Oldeniel, 2020; Anabila, 2017.

Interaksi antara *munificent* dan profitabilitas menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal. Hal ini sesuai dengan *Trade off theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan profitabilitas dan *munificent* yang tinggi memilih untuk menggunakan lebih banyak utang. Hal ini karena mereka memiliki risiko kebangkrutan yang lebih rendah dan dapat memanfaatkan manfaat pajak dari utang. Namun, mereka juga harus menyeimbangkan biaya utang, seperti pembayaran bunga, dengan manfaatnya. Teori kemampuan dinamis menyatakan bahwa ketika profitabilitas meningkat dengan dimoderasi *munificent*, kemampuan dinamis dapat digunakan untuk mengoptimalkan struktur modal. Perusahaan dapat secara fleksibel menyesuaikan kebijakan finansial mereka untuk membiayai pertumbuhan atau inovasi yang dihasilkan oleh kondisi industri yang pesat. Oleh karena itu, interaksi antara *munificent* dengan profitabilitas menurut teori kemampuan dinamis menciptakan fondasi strategis untuk pengambilan keputusan struktur modal yang mendukung visi jangka panjang dan keunggulan kompetitif. Hasil penelitian ini didukung hasil penelitian terdahulu dengan memperkuat temuan bahwa Interaksi antara *munificent* dan profitabilitas menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal berlawanan dengan penelitian Sinha (2018)

Interaksi *munificent* dan peluang pertumbuhan belum cukup bukti berpengaruh dalam keputusan struktur modal. Walaupun lingkungan bisnis *munificent* dan peluang pertumbuhan tinggi, ketersediaan sumber daya finansial yang murah tidak selalu terjamin. Sumber daya finansial yang terjangkau dapat memengaruhi pilihan perusahaan dalam menggunakan utang atau modal ekuitas. Selain itu meskipun lingkungan bisnis dapat memberikan peluang yang melimpah, kepercayaan pemegang saham dan kreditor juga dapat memainkan peran penting dalam keputusan struktur modal. Ini menggarisbawahi pentingnya melakukan analisis sektoral yang cermat. Hasil penelitian ini didukung hasil penelitian terdahulu dengan memperkuat temuan bahwa Interaksi antara *munificent* dengan peluang pertumbuhan tidak berpengaruh terhadap keputusan struktur modal Kayo dan kimura (2011), Sinha (2018).

Interaksi antara *munificent* dan jarak kebangkrutan menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap keputusan struktur modal. Temuan dalam penelitian ini didukung fakta empiris bahwa ketika perusahaan memiliki banyak sumber daya internal yang melimpah, seperti kas atau likuiditas yang cukup, mereka merasa lebih mampu untuk memenuhi kebutuhan keuangan mereka tanpa harus mengandalkan utang. Selain itu, ketika jarak kebangkrutan relatif jauh, artinya perusahaan memiliki cadangan yang kuat untuk menghindari risiko kebangkrutan, mereka lebih cenderung memanfaatkan sumber daya internal tersebut untuk membiayai operasi dan pertumbuhan mereka. Sebagai hasilnya, penggunaan utang sebagai sarana pembiayaan dapat menjadi lebih terbatas atau bahkan dihindari sepenuhnya. Dalam teori kemampuan dinamis, pengaruh interaksi antara kelimpahan sumber daya (*munificent*) dan risiko kebangkrutan perusahaan (jarak kebangkrutan) terhadap keputusan struktur modal dapat dipahami sebagai hasil dari kemampuan perusahaan untuk beradaptasi dan mengoptimalkan sumber daya finansialnya dalam menghadapi perubahan lingkungan bisnis. Perusahaan yang memiliki kemampuan dinamis yang kuat cenderung mampu mengidentifikasi peluang dan risiko, memanfaatkan kelimpahan sumber daya dengan bijak, dan secara fleksibel menyesuaikan struktur modalnya dalam menghadapi risiko kebangkrutan. Kemampuan dinamis memainkan peran kunci dalam membentuk kebijakan keuangan yang responsif dan inovatif, memungkinkan perusahaan untuk mengelola ketidakpastian dengan lebih baik dan mengoptimalkan penggunaan sumber daya finansialnya untuk mencapai keunggulan kompetitif jangka panjang. Ketidakterseediaan penelitian sebelumnya mengenai pengaruh negatif interaksi *munificent* dan jarak kebangkrutan terhadap keputusan struktur modal menjadikan penelitian ini sebagai kontribusi yang signifikan dan potensial untuk melengkapi pemahaman di bidang tersebut.

Interaksi konsentrasi dan peluang pertumbuhan belum cukup bukti berpengaruh dalam keputusan struktur modal. Perusahaan dalam pasar yang sangat terkonsentrasi lebih cenderung untuk diversifikasi risiko mereka daripada mengandalkan leverage finansial. Mereka lebih memilih untuk mempertahankan fleksibilitas finansial daripada meningkatkan utang, terutama jika peluang pertumbuhan di pasar tersebut dianggap tidak pasti atau volatil. Manajer di pasar yang terkonsentrasi melihat peningkatan leverage sebagai peningkatan risiko yang tidak diinginkan, terutama jika mereka percaya bahwa peluang pertumbuhan tidak akan secara otomatis menghasilkan pengembalian yang lebih tinggi. Oleh karena itu, interaksi antara konsentrasi dan peluang pertumbuhan tidak memiliki pengaruh langsung terhadap keputusan struktur modal.

Penelitian ini melakukan Uji *Robustness* dengan menggunakan *Propensity Score Matched* (PSM) dan uji endogenitas. Uji pertama yaitu PSM digunakan untuk mencocokkan sampel perbandingan berdasarkan *confounders*, mengatasi bias pemilihan. Menggunakan regresi logistik menunjukkan bahwa tiga variabel (profitabilitas, likuiditas, jarak kebangkrutan) mempengaruhi keputusan struktur

modal. PSM dilakukan untuk melihat pengaruh *munificent (treatment)* terhadap struktur modal, dengan kelompok *munificent* tinggi dan rendah. Proses matching dilakukan menggunakan variabel signifikan hasil analisis logistik. Hasil PSM menunjukkan kelompok yang di-match memiliki karakteristik awal yang sebanding, menghasilkan nilai ATT yang tidak signifikan secara statistik. Hal ini memberikan kepercayaan bahwa hasil analisis penelitian tidak dipengaruhi secara signifikan oleh variabel yang di-match, dan hasilnya dapat dianggap lebih dapat dipercaya dan relevan untuk memahami dampak variabel perlakuan terhadap hasil yang diamati atau bisa dikatakan bahwa bias penelitian tidak terjadi.

Uji kedua adalah uji endogenitas yang digunakan untuk mengidentifikasi apakah variabel independen dipengaruhi oleh variabel tak teramati. Uji endogenitas pada model long term debt menunjukkan likuiditas sebagai variabel endogen, dapat mempengaruhi keandalan estimasi model. Pada model total debt, peluang pertumbuhan juga diidentifikasi sebagai variabel endogen. Solusi untuk endogenitas melibatkan penggantian proxy likuiditas dan pertumbuhan, penggunaan metode seperti GMM atau 2SLS, dan penyesuaian variabel determinan perusahaan.

Studi ini menghasilkan sejumlah saran untuk pengembangan lebih lanjut dalam pemahaman terhadap struktur modal perusahaan. Pertama, direkomendasikan perluasan cakupan studi ke seluruh perusahaan di Indonesia, termasuk papan utama, pengembangan, dan akselerasi di BEI, untuk mendapatkan perspektif yang lebih komprehensif. Saran juga mencakup penggunaan *Debt Service Coverage Ratio (DSCR)* sebagai metrik kunci, yang dapat memberikan wawasan mendalam tentang stabilitas keuangan perusahaan dan dampak perubahan suku bunga terhadap kinerja finansial. Saran praktis diarahkan dapat mendorong lembaga keuangan untuk menyediakan produk keuangan yang sesuai dengan kebutuhan perusahaan dari berbagai industri. Selain itu juga dapat memfasilitasi perusahaan, terutama yang berada di industri dinamis, untuk mendapatkan akses yang lebih mudah ke sumber pendanaan melalui inisiatif seperti pembentukan lembaga keuangan khusus atau program dukungan keuangan. Pemerintah perlu membuat kebijakan pajak yang adil dan dapat mendorong perusahaan untuk menggunakan struktur modal yang optimal. Menyusun regulasi industri yang mendukung pertumbuhan dan inovasi, khususnya di sektor-sektor yang dinamis. Mendorong kebijakan yang memungkinkan perusahaan untuk beradaptasi dengan perubahan cepat dalam lingkungan industri. Memberikan dukungan finansial dan non-finansial kepada perusahaan yang bergerak di sektor-sektor inovatif untuk mendorong riset dan pengembangan. Menggalakkan kerjasama antara pemerintah dan sektor swasta untuk mengidentifikasi masalah dan mencari solusi bersama terkait struktur modal perusahaan.

Bagi investor yang cenderung bersifat risk seeker, dapat mempertimbangkan investasi pada perusahaan dengan peluang pertumbuhan dan likuiditas yang tinggi.

Karena kondisi tersebut memungkinkan perusahaan untuk memilih proyek dengan return yang lebih tinggi. Namun tentunya investor harus berhati-hati terhadap kemungkinan terjadinya moral hazard serta adanya kemungkinan perusahaan tidak membagi dividen apabila proyek didanai dengan dana internal. Sebaliknya bagi investor yang cenderung bersifat risk averter, dapat mempertimbangkan investasi pada perusahaan dengan profitabilitas dan jarak kebangkrutan yang tinggi sehingga pengawasan dari debtholder akan mendorong pemilihan investasi yang lebih konservatif

Bagi pihak manajer yang ingin mendanai investasi dengan utang sekaligus meningkatkan nilai perusahaan tanpa meningkatnya beban keuangan yang besar harus memperhatikan profitabilitas, jarak kebangkrutan, industri dinamis, Interaksi munificent dan jarak kebangkrutan, memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap keputusan struktur modal. Sedangkan peluang pertumbuhan, likuiditas, munificent, interaksi munificent dan profitabilitas. Hal ini dikarenakan variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap debt. Pihak manajer harus mempertimbangkan keputusan pendanaan terbaik diantara dana internal maupun ekuitas, karena keterbatasan sumber pendanaan utang. Pemilihan proyek juga harus dilakukan dengan lebih berhati-hati karena pengawasan dari debtholder berkurang. Dengan kontrol yang lebih tinggi, manajer mungkin saja menjadi lalai terhadap pertimbangan risiko yang lebih spesifik dan hanya memperhatikan return dari suatu proyek. Apabila manajer memutuskan pendanaan dengan ekuitas, maka tingkat return yang diharapkan harus telah mempertimbangkan peningkatan cost yang terjadi tanpa mengesampingkan risiko yang timbul.



*Mencerdaskan dan  
Memartabatkan Bangsa*

## Acknowledgement

*Bismillahir-rahmanir-rahim. Al-hamdu lillahi rabbil-'alamin. Ar-rahmanir-rahim. Maliki yaumid-din. Iyyaka na'budu wa iyyaka nasta'in. Ihdinas-siratal-mustaqim. Siratallazina an'amta 'alaihim gairil-magdubi 'alaihim wa lad-dallin.*

I am deeply grateful to Allah SWT, the Most Gracious and Merciful, for His boundless mercy and protection. His guidance and strength have provided me with the resilience and perseverance needed to overcome the challenges of life. May blessings and peace be upon the messenger of guidance, the trustee of the message, and the adviser to humanity, Prophet Muhammad (peace be upon him), as well as his family, companions, and followers.

I extend my deepest appreciation to:

1. My advisor, Professor Dr. I Gusti Ketut Agung Ulupui, S.E., M.Si., Ak, and my co-advisor, Professor Agung Dharmawan Buchdadi, M.M., Ph.D., for their invaluable guidance, unwavering support, and scholarly insights throughout this dissertation journey. Your guidance has played a significant role in shaping the direction and quality of this research.
2. Professor Hamidah, Professor Umi Widyastuti, Professor Gatot Nazir Ahmad, Professor Dedi Purwana, Professor Ruswiati Suryasaputra, and all the faculty members of the Doctoral Program in Management at Universitas Negeri Jakarta. Your dedication has been instrumental in shaping my research trajectory. Your insightful feedback and encouragement have been crucial in refining the quality and depth of this work. I am truly grateful for the opportunity to learn under your guidance. Your support and collaborative spirit have had a significant impact on the development of this dissertation.
3. My beloved husband, Anom Lulustiyanto Prabowo Sugiriputro. Throughout the exhausting journey of completing this dissertation, your love and encouragement have been my pillars of strength. In moments of self-doubt, you have provided encouragement and served as a source of comfort. Your belief in my abilities has strengthened my resolve to persevere and complete this study.
4. Our three precious children, Erlangga Farasshidiq Sugiriputro, Fayruz Farasakbar Sugiriputro, and Dheandra Raisa Emily Wardhani, who have been the driving force behind every late night of research and every challenge in the pursuit of knowledge. Your understanding during moments when my attention was divided between you and academic endeavors has been my greatest blessing.
5. To my parents, my late father Zulkifli Syah (Al Fatihah for him) and my mother Emi Warti, your sacrifices, encouragement, and unwavering belief in my abilities have been the strong foundation upon which this achievement

stands. Your guidance, the values you instilled, and your endless love have shaped not only my academic achievements but also the person I am today. This dissertation reflects the principles you have imparted to me, and I am immensely grateful for your support. To my parents in laws, Teguh Sugirijoto and Herdiana Wisnu Wardhani, thank you for your acceptance, encouragement, and invaluable understanding throughout this academic endeavor. Your belief in the importance of education and personal growth has been a source of inspiration. I am thankful for the warmth and love you have provided, creating a family environment that fosters personal and academic development.

6. To all the faculty and staff of the Doctoral Program in Management at Universitas Negeri Jakarta, this achievement would not have been possible without your assistance and guidance. Thank you for all your dedication and sacrifices. May Allah SWT bless every step you take in continuing your noble role as educators.
7. My fellow colleagues in the Doctoral Program in Management at Universitas Negeri Jakarta, especially the Class of 2021, and all the friends whom I cannot mention individually. This academic journey has been enriched and meaningful because of the beautiful friendships that have blossomed along the way.

In conclusion, I express my gratitude to myself. You have done a good job, taking care of yourself, mentally, physically. So well done, keep going, thank you for being kind to yourself. Thank you for being the best version of me, thank you for choosing not to give up.

Depok, 25 Februari 2024

*Mencerdaskan dan  
Memartabatkan Bangsa*



Silvana Syah

## KATA PENGANTAR

*Bismillahir-rahmanir-rahim. Al-hamdu lillahi rabbil-'alamin. Ar-rahmanir-rahim. Maliki yaumid-din. Iyyaka na'budu wa iyyaka nasta'in. Ihdinas-siratal-mustaqim. Siratallazina an'amta 'alaihim ghairil-magdubi 'alaihim wa lad-dallin*

Saya sangat bersyukur kepada Allah SWT, Yang Maha Pemurah dan Maha Penyayang, atas kasih-Nya yang tak terbatas dan perlindungan-Nya. Petunjuk-Nya dan kekuatan-Nya telah memberikan Saya ketahanan dan ketabahan yang diperlukan untuk menyelesaikan tantangan hidup ini. Shalawat serta salam semoga tercurah limpahkan kepada sosok pembawa risalah, penyampai amanah dan pemberi nasihat kepada umat manusia yakni Nabi Muhammad Saw, juga tak lupa kepada keluarganya, para sahabatnya dan semoga sampai kepada kita selaku umatnya.

Saya menyampaikan penghargaan terdalam kepada :

1. Promotor Saya, Profesor Dr. I Gusti Ketut Agung Ulupui, S.E., M.Si., Ak dan juga kopromotor Saya Profesor Agung Dharmawan Buchdadi, M.M., Ph.D, atas bimbingan yang tak ternilai, dukungan penuh, dan wawasan keilmuan yang diberikan sepanjang perjalanan disertasi ini. Bimbingan Ibu dan Bapak sangat berperan dalam membentuk arah dan kualitas penelitian ini.
2. Profesor Hamidah, Profesor Umi Widyastuti, Profesor Gatot Nazir Ahmad, Profesor Dedi Purwana, Profesor Ruswiati Suryasaputra dan semua dosen Program Doktor Manajemen di Universitas Negeri Jakarta, dedikasi Bapak/Ibu telah berperan penting dalam membentuk jalur penelitian Saya. Umpan balik dan dorongan Bapak/Ibu yang berbobot telah menjadi krusial dalam mempertajam kualitas dan kedalaman karya ini. Saya sungguh bersyukur atas kesempatan belajar di bawah bimbingan Bapak/Ibu. Dukungan dan semangat kolaboratif Bapak/Ibu telah memberikan dampak besar pada perkembangan disertasi ini.
3. Suami tercinta Saya, Anom Lulustiyanto Prabowo Sugiriputro. Sepanjang perjalanan melelahkan menyelesaikan disertasi ini, cinta dan dorongan menjadi tiang kekuatan Saya. Pada saat-saat Saya ragu akan diri, beliau memberikan semangat dan hadir sebagai sumber kenyamanan. Keyakinan Suami Saya terhadap kemampuan Saya memperkuat tekad Saya untuk tetap bertahan dan menyelesaikan studi ini.
4. Tiga buah hati kami, Erlangga Farasshidiq Sugiriputro, Fayruz Farasakbar Sugiriputro, dan Dheandra Raisa Emily Wardhani telah menjadi daya penggerak di balik setiap malam dalam usaha-usaha penelitian dan setiap tantangan dalam pencarian ilmu. Pengertian kalian pada saat-saat ketika

perhatian Saya terbagi antara kalian dan upaya akademis ini adalah berkah terbesar Saya.

5. Kepada orang tua Saya, Ayah Zulkifli Syah (Almarhum, Al Fatihah) dan Mama Emi Warti, pengorbanan, dorongan, dan keyakinan Ayah dan Mama terhadap kemampuan Saya telah menjadi dasar kuat tempat pencapaian ini berdiri. Arahan, nilai-nilai yang diajarkan, dan cinta tanpa henti Ayah dan Mama telah membentuk bukan hanya prestasi akademis Saya tetapi juga pribadi yang Saya miliki saat ini. Disertasi ini adalah cermin dari prinsip-prinsip yang telah Ayah dan Mama tanamkan pada Saya, dan Saya sangat berterima kasih atas dukungan Ayah dan Mama. Kepada orang tua mertua Saya, Teguh Sugirijoto dan Herdiana Wisnu Wardhani, terima kasih atas penerimaan, dorongan, dan pengertian Bapak dan Ibu yang sangat berharga sepanjang upaya akademis ini. Keyakinan Bapak dan Ibu pada pentingnya pendidikan dan pertumbuhan pribadi telah menjadi sumber inspirasi. Saya bersyukur atas kehangatan dan cinta yang telah Bapak dan Ibu berikan, menciptakan lingkungan keluarga yang mendorong perkembangan pribadi dan akademis.
6. Kepada seluruh staf pendidikan Program Doktor Manajemen di Universitas Negeri Jakarta, pencapaian ini tidak terjadi tanpa bantuan dan bimbingan Bapak dan ibu semuanya. Terima kasih atas semua dedikasi dan pengorbanan. Semoga Allah SWT memberkati setiap langkah yang Bapak/Ibu ambil dalam melanjutkan peran mulia sebagai staf pendidikan.
7. Teman-teman Program Doktor Manajemen di Universitas Negeri Jakarta, terutama Angkatan 2021 serta semua teman yang tidak bisa saya sebutkan satu persatu. Perjalanan akademis ini menjadi lebih kaya dan bermakna dengan persahabatan indah yang tumbuh sepanjang jalan.

Sebagai penutup kata pengantar ini, Saya mengucapkan terima kasih untuk diri Saya sendiri. You have done a good job, taking care of yourself, mentally, physically. So well done, keep going, thank you for being kind to yourself. Thank you for being the best version of me, thank you for choosing not to give up.

*Mencerdaskan dan  
Memartabatkan Bangsa*

Depok, 25 Februari 2024



Silvana Syah



## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL .....	ii
PERSETUJUAN PEMBIMBING DIKETAHUI OLEH KOORDINATOR	
PROGRAM STUDI .....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS KARYA ILMIAH .....	iv
SURAT PERNYATAAN .....	v
ABSTRAK .....	vi
ABSTRACT .....	vii
RINGKASAN .....	viii
ACKNOWLEDGMENT .....	xxi
KATA PENGANTAR .....	xxii
DAFTAR ISI .....	xxv
DAFTAR TABEL .....	xxviii
DAFTAR GAMBAR .....	xxix
DAFTAR LAMPIRAN .....	xxx
BAB I PENDAHULUAN .....	1
1.1.Latar Belakang Masalah.....	1
1.2.Pembatasan Penelitian Dan Rumusan Masalah .....	6
1.3.Tujuan Penelitian .....	6
1.4.Kegunaan Penelitian .....	7
1.5.State Of The Art .....	8
BAB II KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS .. 10	
2.1. Kajian Pustaka .....	10
2.1.1. Teori <i>Trade Off</i> .....	10
2.1.1.1. Teori <i>Trade Off Static</i> .....	10
2.1.1.2. Teori <i>Trade Off Dynamic</i> .....	13
2.1.2. Teori <i>Pecking Order</i> .....	15
2.1.3. Teori Keagenan .....	17
2.1.4. Teori Kemampuan Dinamis .....	19
2.1.4.1. <i>Sensing</i> .....	20
2.1.4.2. <i>Seizing</i> .....	22
2.1.4.3. <i>Reconfiguring</i> .....	23
2.1.5. Rasio <i>Leverage</i> Sebagai <i>Proxy</i> Struktur Modal Perusahaan .....	24
2.1.6. <i>Hierarchical Linier Model</i> .....	27
2.1.6.1. <i>Hierarchical Linier Model 2 Level</i> .....	27
2.1.6.2. <i>Intraclass Correlation Coefficien (ICC)</i> .....	32
2.1.6.3. HLM GLM ( <i>Generalized Linier Model</i> ).....	34
2.1.7. Determinan Struktur Modal .....	34

2.1.7.1. Profitabilitas .....	34
2.1.7.2. Ukuran Perusahaan ( <i>Size</i> ).....	35
2.1.7.3. Peluang Pertumbuhan ( <i>Growth Opportunity</i> ) .....	36
2.1.7.4. Likuiditas .....	37
2.1.7.5. Jarak kebangkrutan .....	41
2.1.7.6. <i>Munificent</i> .....	42
2.1.7.7. Industri Dinamis .....	45
2.1.7.8. Konsentrasi .....	47
2.2. Literatur Gap .....	48
2.3. Kerangka Berpikir.....	58
2.3.1. Pengaruh Profitabilitas Terhadap keputusan Struktur Modal .....	58
2.3.2. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap keputusan Struktur Modal .	60
2.3.3. Pengaruh Peluang Pertumbuhan Terhadap keputusan Struktur Modal.....	62
2.3.4. Pengaruh Likuiditas Terhadap keputusan Struktur Modal .....	65
2.3.5. Pengaruh Jarak Kebangkrutan Terhadap Struktur Modal .....	67
2.3.6. Pengaruh <i>Munificent</i> Terhadap Struktur Modal .....	69
2.3.7. Pengaruh industri Dinamis Terhadap Struktur Modal.....	70
2.3.8. Pengaruh konsentrasi Terhadap Struktur Modal .....	72
2.3.9. Pengaruh Interaksi <i>Munificent</i> Dengan Profitabilitas terhadap keputusan struktur modal.....	73
2.3.10. Pengaruh Interaksi <i>Munificent</i> Dengan Pertumbuhan Perusahaan terhadap keputusan struktur modal .....	74
2.3.11. Pengaruh Interaksi <i>Munificent</i> Dengan Jarak Kebangkrutan terhadap keputusan struktur modal.....	75
2.3.12. Pengaruh Interaksi konsentrasi Dengan Pertumbuhan Perusahaan terhadap keputusan struktur modal .....	76
BAB III METODOLOGI PENELITIAN.....	81
3.1. Metode yang digunakan .....	81
3.2. Data dan Sampel Penelitian .....	82
3.3. Formulasi Variabel.....	88
3.4. Model <i>Hierarchical Linear Modeling</i> Pada Determinan Struktur Modal Di Indonesia .....	89
3.5. Tahapan Penyusunan Model <i>Hierarchical Linear Modeling</i> Pada Determinan Struktur Modal Di Indonesia .....	92
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN .....	96
4.1. Hasil Penelitian .....	96
4.1.1. Analisis Deskriptif.....	96
4.1.2. <i>Crosstabulation</i> Berdasarkan Variabel Industri .....	101
4.1.3. Uji Sebaran Data.....	102

4.2. Analisis Hasil .....	104
4.2.1. Analisis dekomposisi varians dari <i>leverage</i> .....	104
4.2.2. Analisis <i>Hierarchical Linier Modeling</i> .....	105
4.3. Pembahasan.....	108
4.3.1. Pengaruh profitabilitas terhadap keputusan struktur modal .....	108
4.3.2. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap keputusan Struktur Modal .....	109
4.3.3. Pengaruh Peluang Pertumbuhan Terhadap keputusan Struktur Modal.....	110
4.3.4. Pengaruh Likuiditas Terhadap keputusan Struktur Modal.....	111
4.3.5. Pengaruh Jarak Kebangkrutan Terhadap keputusan Struktur Modal.....	113
4.3.6. Pengaruh <i>Munificent</i> Terhadap Struktur Modal .....	114
4.3.7. Pengaruh industri Dinamis Terhadap Struktur Modal.....	116
4.3.8. Pengaruh konsentrasi Terhadap Struktur Modal .....	118
4.3.9. Pengaruh Interaksi <i>Munificent</i> Dengan Profitabilitas terhadap keputusan struktur modal.....	118
4.3.10. Pengaruh Interaksi <i>Munificent</i> Dengan Peluang Pertumbuhan terhadap keputusan struktur modal.....	119
4.3.11. Pengaruh Interaksi <i>Munificent</i> Dengan Jarak Kebangkrutan terhadap keputusan struktur modal.....	120
4.3.12. Pengaruh Interaksi Konsentrasi Dengan Peluang Pertumbuhan terhadap keputusan struktur modal.....	121
4.4. Uji Robustness .....	122
4.4.1. <i>Propensity Score Matching</i> .....	122
4.4.2. Uji Endogenitas .....	126
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN .....	128
5.1. Kesimpulan .....	128
5.2. Saran .....	129
5.2.1. Saran Akademis .....	129
5.2.2. Saran Praktis.....	130
5.2.2.1. Bagi Pemerintah .....	129
5.2.2.2. Bagi Investor .....	130
5.2.2.3. Bagi Manajer Investasi .....	130
DAFTAR PUSTAKA .....	132
LAMPIRAN .....	147

## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Variabel, Pengukuran, Hipotesis dan Tanda Yang Diharapkan .....	77
Tabel 3.1 Distribusi Frekuensi Perusahaan Berdasarkan Sektor .....	85
Tabel 3.2 Formulasi Variabel Penelitian .....	87
Tabel 4.1. Statistik Deskriptif Dari Variabel Dependen Dan Variabel Penjelas Yang Digunakan Dalam Model Determinan Struktur Modal Perusahaan Di Indonesia Tahun 2010-2022.....	95
Tabel 4.2. Crosstabulation Berdasarkan Variabel Industri .....	101
Tabel 4.3. Dekomposisi Varians Dari Leverage Perusahaan Indonesia .....	103
Tabel 4.4. Hasil Analisis HLM ( <i>Hierarchical Linear Modeling</i> ) Determinan Struktur Modal Perusahaan Dan industri Di Indonesia Tahun 2010-2022 .....	104
Tabel 4.5. Hasil Regresi Logistik Faktor Yang Mempengaruhi Keputusan Struktur Modal .....	121
Tabel 4.6. Common support kovariat dalam proses pepadanan .....	124
Tabel 4.7. Propensity Score Matching dengan Metode Nearest Neighbor .....	124
Tabel 4.8. Uji Endogenitas <i>Long Term Debt</i> .....	125

*Mencerdaskan dan  
Memartabatkan Bangsa*

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Vosviewer Penelitian HLM Pada Determinan Struktur Modal .....	9
Gambar 2.1. Model Penelitian .....	79
Gambar 3.1. Tingkat Klasifikasi dan Sektor Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.....	86
Gambar 3.2 Sektor dan Industri Perusahaan Tercatat di BEI .....	86
Gambar 3.3 Grafik Presentasi Hierarchical Linier Model Pada Determinan Struktur Modal Perusahaan Di Indonesia .....	89
Gambar 4.1. <i>Long Term Debt</i> Masing Masing Sektor Selama Periode 2010-2022 .....	97
Gambar 4.2. Grafik Boxplot Dan Histogram Sebaran Data Variabel <i>Long Term Debt</i> .....	102



*Mencerdaskan dan  
Memartabatkan Bangsa*

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Data Penelitian.....	147
Lampiran 2. <i>Hierarchical Linier Model Long Term Debt</i> .....	172



*Mencerdaskan dan  
Memartabatkan Bangsa*