

Anteseden Struktur Modal: Studi Kasus Perusahaan Sektor Kesehatan Yang *Listing* Di Bursa Efek Indonesia Periode 2018-2022

Patricia Stefina Mawitjere¹, Chairul Adhim², Gaby Dainty Julliet Roring³, Ferly Christian Kolinug⁴

^{1,3,4}Universitas Negeri Manado

²Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Yapis

E-mail: patriciamawitjere@unima.ac.id¹, chairuladhim@gmail.com², gabydjroring@unima.ac.id³

Article History:

Received: 09 Desember 2024

Revised: 29 Desember 2024

Accepted: 02 Januari 2025

Keywords: *Asset Structure, Capital Structure, Firm Size, Liquidity, Profitability.*

Abstract: *Finding empirical evidence regarding the antecedents of the capital structure of Healthcare Sectors listed on the Indonesian Stock Exchange between 2018 and 2022 is the aim of this study. Profitability, asset structure, firm size, and liquidity are the study's independent variables. while The capital structure proxied by Debt to Equity Ratio is the dependent variable. This study used panel data from 15 companies selected through purposive sampling method. Fixed Effect Model is the model employed in this study. The study's finding indicate that while profitability and liquidity have no impact on capital structure, asset structure and firm size have a positive and significant impact.*

PENDAHULUAN

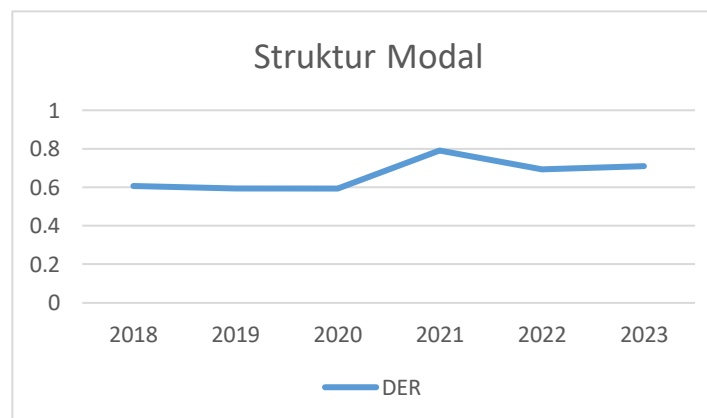
Dalam menjalankan bisnis, modal merupakan faktor yang berperan penting bagi eksistensi perusahaan. Permasalahan yang umumnya muncul dalam sektor bisnis adalah kurangnya dana atau modal yang dimiliki perusahaan. Oleh sebab itu, kebutuhan terhadap modal menjadi faktor penting untuk membangun bahkan menjamin keberlangsungan usaha (Lianto *et al.*, 2020). Upaya memenuhi kebutuhan modal dalam rangka pengembangan bisnis dapat bersumber dari internal perusahaan, yaitu laba yang ditahan atau laba bersih yang tidak dibagikan kepada investor sebagai dividen, maupun eksternal perusahaan berupa utang dan penerbitan saham (Purba & Rachman, 2024). Struktur modal (*capital structure*) merupakan strategi perusahaan dalam mengatur keuangannya dengan cara membandingkan sumber pendanaan modal yang berasal dari liabilitas dengan modal dari pemegang saham (Aldiyansa & Kristanti, 2024). Keputusan untuk menentukan sumber pendanaan yang tepat dapat dicerminkan melalui kebijakan struktur modal perusahaan. Struktur modal optimal memastikan operasional dan nilai perusahaan dapat berlangsung dengan baik.

Sektor Kesehatan tidak hanya dianggap penting bagi perekonomian nasional, tetapi sebagai salah satu sektor yang menjadi sasaran utama kebutuhan masyarakat agar dapat bertahan hidup. Sebagai salah satu sektor yang menjadi kebutuhan utama masyarakat dalam menjaga dan memulihkan kesehatan masyarakat, sektor kesehatan dituntut untuk menyediakan dan meningkatkan sarana dan prasarana yang memadai. Dorongan terhadap penyediaan fasilitas kesehatan yang memadai di Negara Indonesia terus dilaksanakan dan dikembangkan, terutama pada masa pandemi virus Covid-19 yang mulai mewabah di Indonesia pada awal Tahun 2020. Fokus terhadap penanganan infeksi virus serta proses penyembuhan kesehatan masyarakat ini,

mengakibatkan peningkatan besar-besaran pada sektor kesehatan.

Berdasarkan data dari Kompas.id, laju pertumbuhan serta kontribusi dari sektor kesehatan terhadap PDB Nasional tercatat sebesar 11,56% pada Tahun 2020, dimana angka ini adalah angka yang tertinggi dibandingkan beberapa periode sebelumnya yang tidak pernah mencapai nilai 10%. Laju pertumbuhan sektor Kesehatan pada Tahun 2021 juga masih relatif tinggi, meskipun mengalami penurunan dibandingkan tahun 2020, yaitu sebesar 10,46%. Namun, pertumbuhan sektor Kesehatan tersebut, masih jauh lebih tinggi dibandingkan beberapa sektor lainnya yang mendominasi PDB nasional. Tingginya laju pertumbuhan sektor Kesehatan tersebut tidak lepas dari peran pemerintah selama pandemi Covid-19 melalui regulasi dan anggaran.

Dalam dunia bisnis saat ini, sektor kesehatan adalah satu dari beberapa sektor yang masih dianggap potensial dan menarik karena memiliki prospek pertumbuhan yang kuat, memiliki volatilitas yang rendah, serta menawarkan pertumbuhan dalam jangka panjang. Namun, kinerja saham emiten sektor Kesehatan di Indonesia terus mengalami penurunan sejak pertengahan Tahun 2023 hingga saat ini (Dewi A., 2023). Hal ini mengindikasikan bahwa kinerja keuangan perusahaan sektor Kesehatan sedang kurang stabil. Ketidakstabilan kinerja keuangan perusahaan dapat berdampak pada masalah pendanaan dalam pengembangan usaha perusahaan. Namun, data yang dirangkum melalui Bursa Efek Indonesia, sebagaimana telah ditunjukkan dalam Gambar 1, menunjukkan bahwa struktur modal emiten sektor kesehatan terus mengalami peningkatan sejak pengumuman terjadinya pandemi Covid-19 hingga Tahun 2023. Hal ini menunjukkan bahwa ditengah kondisi ketidakstabilan kinerja keuangan, perusahaan sektor kesehatan cenderung meningkatkan pendanaan melalui utang.



Sumber: data diolah

Gambar 1. Struktur Modal (DER) Perusahaan Sektor Kesehatan Tahun 2018-2023

Berdasarkan fenomena tersebut, maka muncul potensi kebangkrutan akibat kegagalan pembayaran kepada pihak kreditur. Selain itu, risiko yang mungkin terjadi adalah menurunnya kepercayaan investor pada perusahaan. Oleh sebab itu, manajer keuangan perlu menemukan strategi struktur modal yang tepat dan optimal demi mempertahankan keberlanjutan bisnis perusahaan.

Penelitian yang berfokus pada struktur modal telah banyak dilakukan diberbagai negara, termasuk di Indonesia. Penelitian mengenai struktur modal berlandaskan dari dua *grand theory*, yaitu teori *Trade-Off* yang diperkenalkan pada tahun 1963 dan teori *Pecking Order* yang resmi dikenal pada tahun 1984. Asumsi dari teori *Trade-Off* yaitu bahwa pertimbangan penggunaan utang dalam proporsi tertentu akan memberikan manfaat bagi perusahaan selama jumlah keuntungan bersih yang dihasilkan atas perlindungan pajak akibat penggunaan utang tersebut

seimbang dengan risiko kebangkrutan serta *financial distress* yang dihadapi oleh perusahaan. Teori *Pecking Order* mengasumsikan bahwa perusahaan memiliki pertimbangan dalam menentukan sumber pendanaannya, yaitu pemberlakuan hierarki pendanaan. Perusahaan lebih mengutamakan penggunaan sumber pendanaan internal lebih dulu, kemudian menggunakan dana yang bersumber dari eksternal, dimana dalam pemilihan sumber pendanaan eksternal penggunaan utang lebih diutamakan dibandingkan penerbitan saham.

Terdapat beberapa variabel yang konsisten diterapkan pada penelitian-penelitian tentang struktur modal (*capital structure*), diantaranya adalah variabel profitabilitas (*profitability*), struktur aktiva (*tangibility*), ukuran perusahaan (*firm size*), serta likuiditas (*liquidity*). Namun, temuan dari penelitian-penelitian sebelumnya masih menyajikan hasil penelitian yang inkonsisten, sehingga penelitian mengenai struktur modal masih terus dilakukan.

Penelitian yang menganalisa struktur modal oleh Gardenia & Jonnardi (2021) menjelaskan bahwa profitabilitas (*profitability*) menunjukkan pengaruh yang positif terhadap struktur modal. Perusahaan dengan profitabilitas yang relatif tinggi memiliki keleluasaan dalam memilih sumber pendanaannya, sehingga perusahaan dapat memilih penggunaan dana dari eksternal untuk memperoleh manfaat pengurangan pajak (*tax shield*). Namun, perbedaan hasil ditunjukkan oleh Mawitjere (2023) yang menegaskan bahwa profitabilitas perusahaan memberikan pengaruh secara negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi memiliki laba ditahan yang tinggi, sehingga akan cenderung memilih menggunakan *internal financing* dibandingkan meminjam dana dari pihak eksternal perusahaan.

Penelitian struktur modal menggunakan variabel struktur aktiva (*tangibility*) juga masih menunjukkan hasil yang berbeda. Penelitian oleh Geofanny dan Fitra(2024) menunjukkan bahwa variabel struktur aktiva perusahaan berpengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap struktur modal, yang memberikan indikasi bahwa perusahaan dengan struktur aktiva yang besar cenderung mengurangi pendanaan dari utang karena tingkat risiko perusahaan yang rendah disertai tingkat kestabilan yang tinggi. Temuan ini berkebalikan dengan hasil penelitian Dewi & Wahyuni (2023) yang menegaskan bahwa variabel struktur aktiva secara signifikan berpengaruh terhadap struktur modal dengan arah hubungan positif. Kondisi ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan struktur aktiva yang besar berarti memiliki aktiva tetap yang dapat diagunkan kepada pihak kreditur, sehingga perusahaan akan memilih menggunakan utang dan memanfaatkan pengurangan pajak dari penggunaan utang.

Penelitian mengenai pengaruh ukuran perusahaan (*firm size*) terhadap struktur modal juga masih menghadapi inkonsistensi hasil. Penelitian dari Mawitjere (2023) menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan memberikan pengaruh yang positif terhadap struktur modal, yang mengindikasikan bahwa perusahaan besar cenderung menggunakan *external financing* berupa utang sebagai sumber pendanaannya karena perusahaan memiliki *financial flexibility* dan kemudahan dalam memperoleh pinjaman. Hasil penelitian ini tidak didukung oleh Pradnyani *et al*(2024) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal, dikarenakan perusahaan besar lebih mengutamakan pendanaan yang bersumber dari internal perusahaan dibandingkan menggunakan utang.

Penelitian terhadap pengaruh variabel likuiditas (*liquidity*) terhadap struktur modal juga masih menunjukkan perbedaan hasil. Penelitian dari Lukman dan Hartikayanti(2022) menunjukkan bahwa struktur modal dipengaruhi oleh likuiditas dengan arah hubungan negatif. Hal ini mengindikasikan bahwa tingkat likuiditas suatu perusahaan yang semakin tinggi, akan semakin memicu perusahaan untuk menekan penggunaan utang. Hal ini diakibatkan kepemilikan aset lancar yang cukup untuk memenuhi kewajiban jangka pendek perusahaan, sehingga secara

langsung akan mempengaruhi jumlah total utangnya. Perbedaan hasil ditunjukkan oleh Nabayu *et al*(2020) yang menyatakan bahwa struktur modal dipengaruhi oleh likuiditas perusahaan dengan arah hubungan yang positif. Perusahaan yang tingkat likuiditasnya relatif tinggi, akan semakin memperoleh kemudahan dalam memperoleh pinjaman, sehingga perusahaan akan mempertimbangkan penggunaan utang untuk membantu memperlancar operasional perusahaan.

Penelitian ini didasari oleh fenomena sektor Kesehatan dalam perekonomian Indonesia diperhadapkan dengan realita struktur modal Perusahaan sektor kesehatan, serta adanya inkonsistensi hasil penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan. Bertolak dari hal tersebut, dilaksanakan penelitian kembali mengenai struktur modal dengan berfokus pada perusahaan-perusahaan sektor kesehatan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia pada periode 2018-2022. Tujuan pelaksanaan penelitian ini adalah untuk melakukan analisis mengenai pengaruh dari profitabilitas, struktur aktiva, ukuran perusahaan, serta likuiditas terhadap struktur modal perusahaan sektor kesehatan.

LANDASAN TEORI

Struktur Modal (*Capital Structure*)

Struktur modal mencerminkan gambaran dari perimbangan keuangan perusahaan, yaitu proporsi antara modal yang berasal dari utang jangka panjang (*long-term liabilities*) serta modal berupa *shareholder's equity* yang menjadi sumber pembiayaan suatu perusahaan (Triyonowati dan Maryam, 2022:52). Manajer perusahaan harus mampu mengambil keputusan mengenai sumber pendanaan perusahaan, apakah pendanaan yang bersumber dari internal atau eksternal. Terdapat beberapa teori besar dalam penelitian struktur modal, tetapi dua teori yang umumnya digunakan sebagai landasan penelitian mengenai struktur modal adalah teori *Trade-Off* dan teori *Pecking Order*.

Teori *Trade-Off* diperkenalkan dalam penelitian Franco Modigliani bersama rekannya Merton Miller pada periode 1963, dimana esensi teori ini adalah perusahaan harus mampu menciptakan keseimbangan antara manfaat pajak akibat adanya penggunaan utang dan risiko kebangkrutan yang mungkin dihadapi perusahaan akibat penggunaan utang tersebut (Mawitjere, 2023). Berdasarkan teori *trade-off*, perusahaan berusaha mempertahankan target struktur modalnya dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan.

Teori yang dikenal dengan nama *Pecking Order* awalnya diperkenalkan dalam penelitian Gordon Donaldson sekitar tahun 1961, yang kemudian berkembang dalam penelitian Stewart Myers serta rekannya Nicolas Majluf di periode 1984. Teori ini berasumsi bahwa perusahaan memiliki tata urutan atau hirarki dalam menggunakan modal yang mereka miliki. Perusahaan lebih menyukai *internal financing* (laba yang ditahan) sebagai pilihan pertama Keputusan pendanaannya. Apabila *external financing dibutuhkan*, perusahaan akan lebih memilih menggunakan utang, dan penerbitan ekuitas baru sebagai pilihan terakhir sumber pendanaannya.

Struktur modal yang menjadi variabel dependen dalam penelitian ini menggunakan proxy rasio *Debt to Equity* (DER) yang dihitung menggunakan formula:

$$DER = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Equities}}$$

Profitabilitas (*Profitability*)

Profitabilitas didefinisikan sebagai kemampuan yang dimiliki perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan aktivasnya, penjualannya, maupun investasinya dengan tujuan agar kegiatan operasionalnya berjalan efisien (Ayuningtyas & Susanto, 2020).

Profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini diproksikan oleh *Return On Asset* dengan formula:

$$ROA = \frac{Earning\ After\ Tax}{Total\ Asset}$$

Perusahaan yang mempunyai tingkat profitabilitas tinggi umumnya memilih mencukupi kebutuhannya dengan menggunakan sumber dana yang berasal dari internal perusahaan berupa laba ditahan, sehingga akan menekan penggunaan utang yang berdampak pada rendahnya proporsi utang dalam struktur modalnya. Hal ini mengindikasikan bahwa tingkat profitabilitas perusahaan yang semakin tinggi, akan menyebabkan semakin rendah penggunaan utang akibat tingginya laba perusahaan yang memungkinkan perusahaan lebih menggunakan *internal financing* berupa laba ditahan (Sutomo *et al.*, 2020 Umayroh dan Irsad, 2021; Mawitjere, 2023; Pradnyani *et al.*, 2024).

H₁: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

Struktur Aktiva (*Tangibility*)

Struktur aktiva menggambarkan proporsi aktiva tetap terhadap total aktiva perusahaan, dimana aktiva tetapnya berupa aktiva berwujud yang dapat dimanfaatkan untuk operasional perusahaan, serta dapat dijadikan jaminan untuk memperoleh utang. Dalam penelitian ini, struktur aktiva diperoleh menggunakan rumus:

$$Tangibility = \frac{Fixed\ Assets}{Total\ Assets}$$

Penelitian Sutomo *et al.* (2020) menjelaskan bahwa ketika suatu perusahaan memiliki aktiva besar akan cenderung memiliki rasio utang yang tinggi dalam struktur modalnya, dikarenakan perusahaan memiliki banyak aktiva yang berdifat *collateral* atau dapat dijadikan jaminan utang dan perusahaan memperoleh kemudahan akses untuk memperoleh pinjaman tersebut. Hal tersebut memberikan indikasi bahwa nilai struktur aktiva yang semakin besar, sejalan dengan proporsi utang dalam struktur modal yang semakin besar (Sutomo *et al.*, 2020; Giovanni dan Rasyid, 2021; Dewi dan Wahyuni, 2023).

H₂: Struktur Aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan

Ukuran Perusahaan (*Size*)

Ukuran perusahaan merupakan representasi tingkat keberhasilan perusahaan yang dapat dicerminkan melalui total aset perusahaan (Putri & Huda, 2022). Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan diperoleh melalui rumus:

$$Size = Ln (Total\ Assets)$$

Semakin besar perkembangan perusahaan, maka akan semakin besar kebutuhan dana untuk menjalankan kegiatan operasional dan melakukan investasi. Perusahaan yang besar memiliki kemudahan dalam memperoleh pinjaman karena memiliki risiko kebangkrutan yang lebih rendah dibandingkan perusahaan kecil. Oleh sebab itu, perusahaan yang besar cenderung meminjam lebih banyak utang dengan tujuan untuk mengembangkan usaha atau melakukan ekspansi perusahaan. Hal tersebut menandakan bahwa perusahaan yang semakin besar, akan semakin meningkatkan struktur modal perusahaannya (Umayroh & Irsad, 2021; Mawitjere, 2023; Muna & Kartini, 2023).

H₃: Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan

Likuiditas (*Liquidity*)

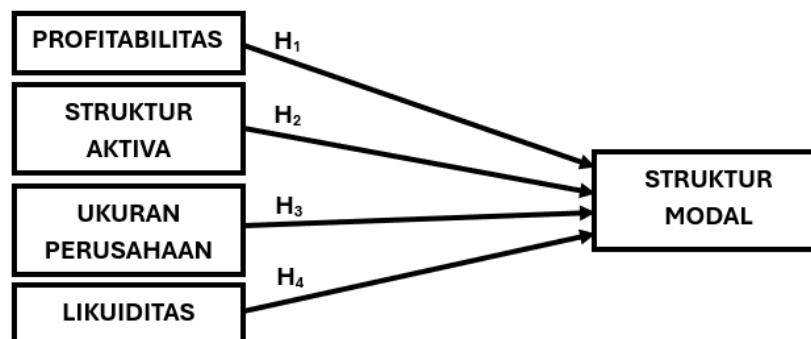
Likuiditas menggambarkan sejauh mana suatu perusahaan dapat mengubah aset-asetnya menjadi *cash* tanpa menurunkan nilai pasar aset tersebut secara signifikan (Fitria *et al.*, 2024). Likuiditas dalam penelitian ini diukur menggunakan *current ratio* dengan formula:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$$

Tingginya tingkat likuiditas perusahaan mencerminkan kepemilikan *internal financing* yang cukup untuk pembayaran kewajibannya. Hal tersebut mengindikasikan bahwa tingkat likuiditas perusahaan yang semakin tinggi, akan menyebabkan perusahaan menurunkan tingkat struktur modalnya (Ayuningtyas & Susanto, 2020; Gardenia & Jonnardi, 2021; Giovanni & Rasyid, 2021; Agustinus & Mulyani, 2023).

H₄: Likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Berdasarkan penjelasan dan penyusunan hipotesis diatas, maka dapat digambarkan konsep penelitian sebagai berikut:



Gambar 2. Kerangka Konseptual

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menerapkan metode deskriptif dan verifikatif melalui pendekatan kuantitatif, dimana dalam penerapannya metode ini bertujuan untuk mengetahui signifikansi hubungan antar variabel yang diteliti agar memperoleh kesimpulan yang mampu memperjelas gambaran dari objek penelitian. Jenis data dalam penelitian ini merupakan data sekunder dalam bentuk laporan keuangan emiten yang telah dipublikasikan di website resmi Bursa Efek Indonesia.

Populasi dalam penelitian ini merupakan keseluruhan perusahaan dalam sektor kesehatan yang *listing* di Bursa Eek Indonesia Periode 2018-2022. Kriteria penentuan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* dengan ketentuan: 1) Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan secara lengkap dan menggunakan mata uang rupiah selama periode pengamatan; 2) Perusahaan tidak mengalami kerugian; dan 3) Perusahaan tidak *delisting* selama periode pengamatan. Berdasarkan kriteria tersebut, maka diperoleh sampel penelitian sebanyak 15 perusahaan.

Penggunaan teknik analisis data dalam penelitian ini adalah analisis regresi data panel yang merupakan teknik regresi dengan mengkombinasikan antara data *cross-section* serta data *time-series*, sehingga dapat diperoleh total unit observasi yang lebih banyak. Terdapat beberapa metode untuk melakukan estimasi model regresi menggunakan data panel, yaitu model *Common Effect* (CEM), model *Fixed Effect* (FEM), serta model *Random Effect* (REM). Dari ketiga model

tersebut, peneliti akan memilih model mana yang paling tepat untuk dilakukan estimasi, dimana pemilihan model yang sesuai diuji menggunakan *Chow test*, *Hausmann test*, serta *Lagrange Multiplier test*. Disamping itu, pengujian asumsi klasik juga diberlakukan dalam penelitian ini, yang terdiri dari Uji Multikolinearitas serta Uji Heteroskedastisitas.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif bertujuan untuk mengetahui gambaran umum atau karakteristik dari data yang digunakan dalam suatu penelitian, dimana mencakup variabel dependen dan independent. Statistik deskriptif disajikan untuk melihat risiko fluktuasi atau variasi data. Berikut statistik deskriptif setiap variabel dalam penelitian ini:

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	CS	PROF	TANG	SIZE	LIQ
Mean	0.655924	0.095764	0.454402	28.86773	2.747939
Median	0.427681	0.073496	0.344579	28.89427	2.547060
Maximum	3.824769	0.920997	6.367808	30.93576	8.737827
Minimum	0.061096	0.000866	0.020612	25.95468	0.514860
Std. Dev.	0.660052	0.121715	0.725765	1.135002	1.864624
Obs.	75	75	75	75	75

Sumber: pengolahan data menggunakan E-Views 12 (2024)

Berdasarkan statistik deskriptif yang tersaji dalam Tabel 1, ditemukan bahwa nilai rata-rata variabel ukuran perusahaan adalah sebesar 28.8677 dengan nilai standar deviasinya sebesar 1.1350 dan nilai rata-rata variabel likuiditas adalah sebesar 2.7479 dengan nilai standar deviasinya sebesar 1.8646. Kedua variabel tersebut memiliki standar deviasi yang nilainya lebih kecil dibandingkan dengan nilai rata-ratanya, yang bermakna variabilitas datanya rendah (cenderung homogen). Variabel struktur modal, profitabilitas, dan struktur aktiva menunjukkan nilai rata-rata yang lebih kecil dibandingkan nilai standar deviasinya. Struktur modal memiliki nilai rata-rata $0.6559 < 0.660$ standar deviasinya, profitabilitas menunjukkan nilai rata-rata $0.0957 < 0.1217$ standar deviasinya, dan struktur aktiva menunjukkan nilai rata-rata $0.4544 < 0.7257$ standar deviasinya. Hasil ini mengindikasikan bahwa variabel struktur modal, profitabilitas, serta struktur aktiva memiliki variabilitas data yang tinggi (cenderung heterogen).

Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik yang diterapkan dalam penelitian ini adalah uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas. Hasil pengujian multikolinearitas dan heteroskedastisitas disajikan sebagai berikut:

Tabel 2. Hasil Pengujian Multikolinearitas

	PROF	TANG	SIZE	LIQ
PROF	1.000000	0.067644	-0.075927	0.241181
TANG	0.067644	1.000000	-0.191259	-0.215021
SIZE	-0.075927	-0.191259	1.000000	0.001565
LIQ	0.241181	-0.215021	0.001565	1.000000

Sumber: pengolahan data menggunakan E-Views 12 (2024)

Pengujian multikolinearitas dalam Tabel 2 memberikan hasil bahwa seluruh nilai korelasi variabel independen dalam penelitian ini berada dibawah 0.80, dimana dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas antar variabel independen.

Tabel 3. Hasil Pengujian Heteroskedastisitas

Dependent Variable: RESABS

Method: Panel Least Squares

Sample: 2018 2022

Periods included: 5

Cross-sections included: 15

Total panel (balanced) observations: 75

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.134360	0.775142	1.463423	0.1478
PROFITABILITY	-0.296784	0.252264	-1.176482	0.2434
TANGIBILITY	0.007036	0.042735	0.164645	0.8697
SIZE	-0.029765	0.026557	-1.120808	0.2662
LIQUIDITY	-0.017125	0.016802	-1.019211	0.3116

Sumber: pengolahan data menggunakan E-Views 12 (2024)

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas yang disajikan di Tabel 3, disimpulkan bahwa nilai probabilitas (*p-value*) dari setiap variabel independen menunjukkan nilai yang lebih besar dari taraf signifikansi 0.05, sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas.

Uji Kelayakan Model Regresi Data Panel

Dalam regresi dengan jenis data panel, ada 3 (tiga) pendekatan metode estimasi yang terdiri dari model *Common Effect*, model *Fixed Effect*, serta model *Random Effect*. Dari ketiga model tersebut, perlu ditentukan model mana yang terbaik diantara model *Common Effect* (CEM) dan model *Fixed Effect* (FEM), perlu dibuktikan melalui *Chow test*, sedangkan penentuan model mana yang paling baik diantara model *Fixed Effect* (FEM) dan model *Random Effect* (REM) dilakukan melalui *Hausmann test*. Selanjutnya, untuk menentukan model yang paling baik diantara model *Random Effect* (REM) dan model *Common Effect* (CEM) dilakukan melalui *Lagrange Multiplier test*.

Tabel 4. Hasil Chow Test

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	7.575096	(14,56)	0.0000
Cross-section Chi-square	79.692112	14	0.0000

Sumber: pengolahan data menggunakan E-Views 12 (2024)

Hasil *Chow test* yang disajikan pada table 4 diatas, diketahui bahwa model memiliki

probabilitas dengan nilai yang lebih rendah dari taraf signifikansi 5%, yaitu $p\text{-value}$ $0.0000 < 0.05$. Hasil ini mengindikasikan bahwa model *Fixed Effect* (FEM) terpilih sebagai model yang dianggap lebih baik dibandingkan model *Common Effect* (CEM). Oleh sebab itu, perlu dilakukan uji lanjutan yang disebut *Hausman test* untuk mengetahui apakah model *Fixed Effect* (FEM) lebih baik dibandingkan model *Random Effect* (REM).

Tabel 5. Hasil Hausman Test

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	22.419973	4	0.0002

Sumber: pengolahan data menggunakan E-Views 12 (2024)

Hasil *Hausman test* yang ditampilkan pada Tabel 5 menunjukkan bahwa model memiliki nilai probabilitas ($p\text{-value}$) yang lebih kecil dari taraf signifikansi 5%, yaitu $p\text{-value}$ $0.0002 < 0.05$. Hasil ini mengindikasikan bahwa model *Fixed Effect* (FEM) terpilih sebagai model yang dirasa tepat dibandingkan model *Random Effect* (REM), yang berarti bahwa *Lagrange Multiplier test* sudah tidak perlu lagi dilakukan.

Berdasarkan hasil dari *Hausman test* yang menunjukkan bahwa model yang tepat untuk melakukan estimasi adalah model *Fixed Effect*, maka hasil estimasi menggunakan regresi data panel yang diperoleh dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 6. Regresi Data Panel Model *Fixed Effect* (FEM)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-22.97388	4.882431	-4.705419	0.0000
PROFITABILITY	0.441495	0.496915	0.888472	0.3781
TANGIBILITY	0.361401	0.107671	3.356523	0.0014
SIZE	0.819783	0.165816	4.943936	0.0000
LIQUIDITY	-0.088050	0.068565	-1.284193	0.2044
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	0.324395	R-squared	0.755194	
Mean dependent var	0.655924	Adjusted R-squared	0.676506	
S.D. dependent var	0.660052	S.E. of regression	0.375414	
Akaike info criterion	1.092957	Sum squared resid	7.892407	
Schwarz criterion	1.680054	Log likelihood	-21.98588	
Hannan-Quinn criter.	1.327378	F-statistic	9.597367	
Durbin-Watson stat	1.847099	Prob(F-statistic)	0.000000	

Sumber: pengolahan data menggunakan E-Views 12 (2024)

Bertolak dari hasil pengujian dengan model *Fixed Effect* (FEM) sebagaimana disajikan dalam Tabel 6 diatas, persamaan yang diperoleh adalah sebagai berikut:

$$CS = -22.97388 + 0.441495 PROF + 0.361401 TANG + 0.819783 SIZE - 0.088050 LIQ + e$$

Variabel Profitabilitas menunjukkan koefisien regresi senilai 0.441495, yang memberikan indikasi bahwa ketika peningkatan profitabilitas terjadi sebesar satu satuan, terjadi juga

peningkatan struktur modal sebesar 0.441495 diasumsikan variabel independen lain adalah tetap. Variabel selanjutnya adalah Struktur Aktiva yang menunjukkan koefisien regresi senilai 0.36140, dimana hasil ini bermakna apabila terdapat peningkatan struktur aktiva sebesar satu satuan, terjadi juga peningkatan struktur modal sebesar 0.361401 diasumsikan variabel independen lain adalah tetap. Variabel Ukuran perusahaan menunjukkan koefisien regresi senilai 0.819783, dimana hasil tersebut memberikan indikasi bahwa apabila ukuran perusahaan meningkat satu satuan, terjadi juga peningkatan struktur modal sebesar 0.819783 diasumsikan variabel independen lain adalah tetap. Variabel Likuiditas menunjukkan koefisien regresi senilai -0.088050, dimana hasil ini berarti apabila terjadi peningkatan likuiditas sebesar satu satuan, terjadi juga penurunan struktur modal sebesar 0.088050 diasumsikan bahwa variabel independen lainnya adalah tetap.

Bertolak dari hasil pengujian yang tersaji dalam Tabel 6 di atas, diketahui bahwa variabel struktur aktiva dan ukuran perusahaan memberikan pengaruh pada struktur modal secara signifikan. Hal ini ditunjukkan dengan probabilitas masing-masing variabel senilai 0.0014 dan 0.0000, yang mana nilai tersebut lebih rendah dari 0.05. Hasil sebaliknya ditunjukkan oleh variabel profitabilitas dan likuiditas yang menunjukkan nilai probabilitas masing-masing sebesar 0.3781 dan 0.2044, dimana nilai tersebut lebih tinggi dari 0.05. Hasil ini menegaskan bahwa variabel profitabilitas dan likuiditas secara signifikan tidak memberikan pengaruh pada struktur modal.

Hasil pengujian yang tersaji pada Tabel 6 juga menunjukkan bahwa nilai dari koefisien determinasi (*Adjusted R-Squared*) sebesar 0.676506. Hasil ini mengindikasikan bahwa variabel struktur modal mampu dijelaskan oleh variabel profitabilitas, struktur aktiva, ukuran perusahaan, serta likuiditas sebesar 67,6506% dan sisanya yaitu sebesar 32.3494% dijelaskan oleh variabel lainnya diluar model.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Hasil pengujian hipotesis yang disajikan pada Tabel 6 menunjukkan bahwa variabel profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, yang berarti bahwa hipotesis satu (H_1) ditolak. Tidak berpengaruhnya profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan mungkin disebabkan perusahaan tidak terlalu mempertimbangkan tingkat profitabilitas dalam penentuan kebijakan pendanaannya. Perusahaan mungkin telah menetapkan struktur modal optimalnya berdasarkan manfaat dan pengorbanan yang timbul akibat penggunaan utang dalam menjalankan operasional perusahaan. Oleh sebab itu, perusahaan tidak berfokus pada seberapa besar atau kecilnya keuntungan yang dihasilkan perusahaan dalam penentuan struktur modalnya, tetapi seberapa besar pengorbanan dan manfaat yang diperoleh perusahaan. Penelitian ini sejalan dengan teori *Trade-Off* yang memberikan asumsi bahwa dalam penetapan kebijakan struktur modalnya, perusahaan akan mempertimbangkan manfaat atas penggunaan utang, apakah sebanding dengan risiko kebangkrutan dan *financial distress* yang mungkin dihadapi, terutama dalam periode pengamatan penelitian ini melibatkan masa krisis perekonomian akibat pandemi *Covid-19*.

Hasil penelitian ini mengkonfirmasi hasil penelitian yang dilakukan oleh Ayuningtyas dan Susanto (2020), Giovanni dan Rasyid (2021), Agustinus dan Mulyani (2023), Muna dan Kartini (2023), yang menyatakan bahwa profitabilitas tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian dari Sutomo *et al* (2020), Umayroh dan Irsad (2021), Mawitjere (2023), dan Pradnyani *et al* (2024) yang menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal

Bertolak dari pengujian hipotesis sebagaimana disajikan di Tabel 6 dapat dilihat bahwa variabel struktur aktiva memberikan pengaruh yang positif dan signifikan pada struktur modal, yang berarti bahwa hipotesis dua (H_2) diterima. Setiap perusahaan dengan jumlah kepemilikan aktiva yang besar cenderung akan meningkatkan pendanaannya melalui utang, dikarenakan perusahaan dengan kepemilikan aktiva yang besar memperoleh kemudahan dalam mengakses pinjaman kepada para kreditur. Kreditur memiliki kepercayaan kepada perusahaan bahwa aktiva tetap yang berjumlah besar dapat dijadikan sebagai jaminan untuk melunasi utang perusahaan. Penelitian ini bersesuaian dengan teori *Trade-Off* yang menjelaskan bahwa perusahaan akan mempertimbangkan penggunaan utang pada proporsi tertentu selama manfaat yang diperoleh berupa pengurangan pajak sebanding dengan risiko yang dihadapi oleh perusahaan akibat penggunaan utang tersebut.

Hasil penelitian ini mengkonfirmasi hasil penelitian dari Sutomo *et al* (2020) serta Dewi & Wahyuni(2023) yang menunjukkan bahwa struktur aktiva memberikan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Namun, penelitian ini tidak mendukung penemuan dari Pradnyani *et al*(2024) yang menyatakan bahwa struktur aktiva memberikan pengaruh secara negatif dan signifikan pada struktur modal, serta temuan dari Ayuningtyas & Susanto (2020) yaitu struktur aktiva tidak secara signifikan memberikan pengaruh pada struktur modal.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Pengujian hipotesis sebagaimana tersaji di Tabel 6 menunjukkan hasil bahwa variabel ukuran perusahaan memberikan pengaruh signifikan pada struktur modal dengan arah hubungan positif, yang berarti bahwa pernyataan hipotesis tiga (H_3) diterima. Pada dasarnya, kondisi *financial flexibility* dimiliki oleh perusahaan yang besar, yang bermakna bahwa perusahaan memiliki keleluasaan untuk memilih sumber pendanaannya. Perusahaan dapat memilih untuk meningkatkan rasio utangnya dengan tingkat bunga yang rendah. Hal tersebut dimungkinkan, sebab perusahaan yang besar dianggap memiliki *probability of default* yang relatif lebih rendah dibanding dengan perusahaan kecil, sehingga pihak pemberi modal akan bersedia memberikan pinjaman lebih. Perusahaan yang besar juga umumnya memperoleh kemudahan dalam akses ke pasar modal dan Lembaga keuangan jika dibandingkan dengan perusahaan kecil, sehingga lebih memudahkan perusahaan besar untuk memperoleh kredit serta menjalankan berbagai program pembiayaan lain. Hal ini bersesuaian dengan asumsi dari teori *Trade-Off* yang menegaskan bahwa perusahaan akan berupaya mencapai target struktur modalnya dengan menyeimbangkan antara manfaat dengan pengorbanan yang dihadapi akibat memilih menggunakan utang.

Hasil dari penelitian ini mengkonfirmasi penelitian yang dilakukan oleh Umayroh dan Irsad (2021), Mawitjere (2023), serta Muna & Kartini (2023) yang berpendapat bahwa ukuran perusahaan memberikan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Penelitian ini tidak mendukung temuan dari Ayuningtyas & Susanto (2020) dan Sutomo *et al*(2020) yang menjelaskan bahwa ukuran perusahaan tidak menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Pengaruh Likuiditas Terhadap Struktur Modal

Uji hipotesis sebagaimana terlampir di Tabel 6 menunjukkan hasil bahwa variabel likuiditas tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal, yang berarti bahwa hipotesis empat (H_4) ditolak. Perusahaan yang tingkat likuiditasnya tergolong tinggi mencerminkan kepemilikan *internal financing* yang cukup untuk dapat melunasi pinjamannya.

Pecking Order Theory menjelaskan bahwa perusahaan memilih mengutamakan dana internal sebagai pilihan awal dalam menjalankan aktivitas operasional dan investasinya, kemudian menggunakan dana eksternal jika perusahaan masih membutuhkan tambahan dana. Koefisien negatif pada hasil penelitian ini memberikan indikasi bahwa ketika tingkat likuiditas meningkat, perusahaan akan menekan penggunaan utang dan berfokus pada pemanfaatan dana internal, sebaliknya ketika tingkat likuiditas menurun, maka perusahaan akan memanfaatkan dana dari *external financing*. Namun, penelitian ini menemukan bahwa tingkat likuiditas perusahaan tidak memberikan pengaruh yang signifikan pada struktur modal. Kondisi ini mungkin disebabkan perusahaan menghindari penggunaan utang atau perusahaan mempunyai *current assets* yang cukup untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Sumber dana internalnya dianggap cukup untuk membiayai investasi dan menjalankan kegiatan operasionalnya, sehingga perusahaan memutuskan menghindari pembiayaan dari utang.

Penelitian ini konsisten dengan penelitian dari Putri *et al* (2021), Purba dan Rachman (2024), serta Salsabila dan Akhmadi (2023) yang menyatakan bahwa likuiditas tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian dari Ayuningtyas dan Susanto (2020), Gardenia dan Jonnardi (2021), Giovanni dan Rasyid (2021), serta Agustinus & Mulyani (2023) yang menyatakan bahwa likuiditas memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

KESIMPULAN

Hasil uji regresi data panel dengan model *Fixed Effect* dari 15 perusahaan Sektor Kesehatan di Bursa Efek Indonesia yang *listing* di periode 2018-2022 membuktikan bahwa tingkat profitabilitas dan likuiditas perusahaan secara signifikan tidak memberikan pengaruh terhadap struktur modal perusahaan pada sektor kesehatan. Namun, struktur aktiva serta ukuran perusahaan mampu memberikan pengaruh yang positif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan pada sektor kesehatan.

Saran yang direkomendasikan melalui penelitian ini, yaitu peneliti yang akan melanjutkan studi ini perlu untuk mengembangkan model penelitian dengan mengaplikasikan variabel-variabel lainnya yang berpotensi memberikan pengaruh terhadap struktur modal atau meningkatkan pengujian menggunakan metode terbaru agar dapat dilihat sejauh mana perusahaan mampu menyesuaikan struktur modalnya. Bagi manajemen perusahaan, khususnya sektor kesehatan, disarankan untuk lebih bijaksana dan teliti dalam menentukan kebijakan pendanaannya agar pada masa *Post-Covid 19* ini, perusahaan dapat terhindar dari penurunan kinerja perusahaan atau bahkan mengalami kondisi pailit akibat kekeliruan dalam pengelolaan keuangan.

PENGAKUAN/ACKNOWLEDGEMENTS

Terima kasih untuk Dekan, para Wakil Dekan, Ketua Jurusan dan Sekretaris Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Negeri Manado, serta pimpinan Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Yapis yang telah memberikan dukungan dan arahan dalam proses penelitian.

DAFTAR REFERENSI

Agustinus, E., & Mulyani, N. (2023). Pengaruh Profitabilitas Dan Likuiditas Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Property Dan Real Estate Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Bei) Periode 2017-2021. *Jurnal ARASTIRMA Universitas Pamulang*, 3(Agustus), 349–359.

- Aldiyansa, F. Y., & Kristanti, F. T. (2024). Determinan Struktur Modal : Pada Perusahaan Sektor Energi. *Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi, dan Akuntansi)*, 8(2), 2371-2394.
- Ayuningtyas, Nabilla, & Susanto, Liana. (2020). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aset, Ukuran Perusahaan, Dan Likuiditas Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi Tarumanagara*, 2(April), 536-546.
- Dewi, M. K., & Wahyuni, R. (2023). Pengaruh Profitabilitas dan Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal Di Perusahaan Makanan dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017-2021. *Jurnal Akuntansi, Manajemen, Bisnis dan Teknologi (AMBITEK)*, 3(1), 73-82.
- Fitria, N. A., Ardiansyah, Z., Makiyah, S. Z. N., Haryo, M. K., & Maesaroh, S. S. (2024). Pengaruh Likuiditas Dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Perusahaan Di Bidang Teknologi. *Jurnal Ilmiah dan Bisnis JAMBURA*, 7(2), 913-920.
- Gardenia, G., & Jonnardi. (2021). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aset, Dan Likuiditas Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, 3(3), 1276-1284.
- Geofanny, T. S., & Fitra, H. (2024). Pengaruh Profitabilitas dan Struktur Aset terhadap Struktur Modal: Studi Perusahaan Manufaktur Terdaftar di BEI Tahun 2018-2021. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 6(2), 655–666.
- Giovanni, A., & Rasyid, R. (2021). Pengaruh Profitability, Liquidity, Sales Growth, dan Asset Structure Terhadap Capital Structure. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, Vol. 3, No. 2, hal.658-667.
- Lianto, V., Sinaga, N. A., Susanti, E., Yaputra, C., & Veronica. (2020). Analisis Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Struktur Aset, Likuiditas, dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Costing: Journal of Economic, Business and Accounting*, 3(2), 282-291.
- Lukman, D., & Hartikayanti, H. N. (2022). Pengaruh Pertumbuhan Aset, Likuiditas Dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal. 6(2), 118-137.
- Mawitjere, P. S. (2023). Jurnal Ilmiah Manajemen Dan Kewirausahaan Determinan Struktur Modal: Studi Pada Perusahaan Property, Real Estate, Dan Construction Building Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018-2021. *JIMAK*, 2(Mei), 2809–2406.
- Muna, M. I., & Kartini. (2023). Pengaruh Likuiditas, Ukuran perusahaan, Struktur Aktiva, dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Selekta Manajemen: Jurnal Mahasiswa Bisnis & Manajemen*, 2(2), 200-215.
- Nabayu, Y. P., Marbun, N., Ginting, H. F., Sebayang, N. A., & Sipahutar, T. T. U. (2020). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva, Dan Likuiditas Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Makanan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2014-2017. *Jurnal Paradigma Ekonomika*, 15(2), 147-162.
- Pradnyani, Ayu, G., Widnyana, I., W., & Tahu, G., P. (2024). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Dan Struktur Aktiva Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Perbankan Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMAS*, 5(6), 49-62.
- Purba, N. C. L., & Rachman, A. A. (2024). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2018-2022. *COSTING: Journal of Economic, Business, and Accounting*, 7(5), 3606-3621.
- Purwanti, Agustina. (2022). Kinerja Sektor Kesehatan Kian Meningkat di Tengah Pandemi. <https://www.kompas.id/baca/telaah/2022/03/01/kinerja-sektor-kesehatan-kian-meningkat->

di-tengah-pandemi

- Putri, A. P., Cheserio, J., Katherine, Celine, & Jeslin. (2021). Pengaruh Pertumbuhan Penjualan, Likuiditas, Risiko Bisnis, Profitabilitas & Struktur Aset Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Sektor Properti. *Owner Riset & Jurnal Akutansi*, 5(1), 60–71.
- Putri, M. S., & Huda, N. (2022). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Likuiditas Dan Resiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Pertambangan Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia. 3(1), 241-249.
- Rizky Dewi A. (2023, July 13). *Daftar Saham Emiten Kesehatan Terbesar di Indonesia*. <https://www.tempo.co/ekonomi/daftar-saham-emiten-kesehatan-terbesar-di-indonesia-823032>
- Sutomo, S., Wahyudi, S., Pangestuti, I. R. D., & Muharam, H. (2020). The determinants of capital structure in coal mining industry on the Indonesia Stock Exchange. *Investment Management and Financial Innovations*, 17(1), 165–174.
- Triyonowati, & Maryam, D. (2022). *BUKU AJAR MANAJEMEN KEUANGAN II*. Edisi Pertama. Indomedia Pustaka: Sidoarjo.
- Umayroh, H. S. D., & Irsad, Moch. (2021). Pengaruh Profitabilitas, Risiko Bisnis, Ukuran Perusahaan dan Struktur Aset Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Real Estate dan Property Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2016-2018. *Proceeding SENDIU 2021*, 188-194.