

# Peran Profitabilitas dan Dividen terhadap Struktur Modal Menggunakan Firms Size sebagai Pemoderasi pada Bisnis Keluarga

Serafina Alamsyair; Elfina Astrella Sambuaga  
Program Studi Akuntansi Universitas Pelita Harapan

## INFO ARTIKEL

### Kata Kunci:

Capital Structure; Cash Dividend; Firm Size; Family Firm

### Jenis Artikel:

Penelitian Empiris

### Korespondensi:

[elfina\\_sambuaga@yahoo.co.id](mailto:elfina_sambuaga@yahoo.co.id)

### Proses Artikel:

Diterima 5 Mei 2021  
Review 8 Agustus 2021  
Revisi 26 Oktober 2021  
Revisi 29 November 2021  
Diterbitkan 2 Desember 2021

### Sitasi:

Alamsyair, S., & Sambuaga, E.A. (2021). Peran Profitabilitas dan Dividen terhadap Struktur Modal Menggunakan Firms Size sebagai Pemoderasi pada Bisnis Keluarga. *Reviu Akuntansi dan Bisnis Indonesia*, 5(2), 138-150.

### Link Artikel:

[10.18196/rabin.v5i2.11708](https://doi.org/10.18196/rabin.v5i2.11708)

## ABSTRAK

### Latar Belakang:

Perusahaan keluarga di Indonesia memberikan kontribusi yang cukup signifikan dalam perekonomian. Dengan mengedepankan pola dinasti, perusahaan keluarga tentu saja akan lebih berhati-hati dalam memilih pendanaan perusahaan. Keputusan perusahaan keluarga terhadap struktur finansial perusahaan pun menandatangani ketertarikan untuk dibahas.

### Tujuan:

Penelitian ini mempunyai tujuan untuk membuktikan bahwa terdapat efek profitabilitas dan *dividend* yang turut dipertimbangkan dalam perusahaan keluarga, ketika diperhadapkan dengan keputusan dalam menentukan struktur modal perusahaan. Namun, adanya perbedaan ukuran perusahaan dapat juga dipertimbangkan sebagai moderasi dalam menguji keterkaitan antara efek profitabilitas dan dividen terhadap kebijakan struktur modal perusahaan keluarga.

### Metode Penelitian:

Bisnis dinasti memang tidak mudah, untuk itu pengambilan sampel pada penelitian ini berfokus pada data yang tersedia di BEI periode 2015 hingga 2019 tanpa sektor finansial. Pemilihan data yang digunakan melibatkan *non-probability purposive sampling* tipe *judgement sampling*. Bertitik tolak dari kriteria yang telah ditentukan maka sampel dalam penelitian ini berhasil menyaring 45 perusahaan keluarga.

### Hasil Penelitian:

Pada pengujian model pertama, profitabilitas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel struktur modal, sebagai akibatnya tidak sinkron dengan hipotesis penelitian. Sementara itu, pada pengujian model dua, profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, sehingga tidak sinkron dengan hipotesis penelitian.

### Keterbatasan Penelitian:

Penelitian ini hanya memakai kriteria perusahaan keluarga serta tidak melibatkan efektivitas tata kelola perusahaan dalam penelitian ini.

### Keaslian/Novelty Penelitian:

Penelitian ini berkontribusi untuk penelitian serupa terkait struktur modal pada perusahaan keluarga yang saat ini masih terdapat inkonsistensi pada hasil penelitian terdahulu.

## PENDAHULUAN

Secara global, 2/3 dari usaha global yang bersumber dari bisnis dinasti menyumbang 70% sampai 90% dari global tahunan PDB. Jika dicermati dengan situasi di Indonesia, sesuai informasi lapangan yang dilakukan oleh PricewaterhouseCoopers Indonesia (2014), bisnis yang dimiliki oleh keluarga di Indonesia yang mencapai lebih dari 95% memberikan kontribusi terhadap PDB

Indonesia sebesar 25%. Itulah sebabnya, mayoritas bisnis keluarga memberikan daya tarik tersendiri terkait dengan bagaimana bisnis keluarga menentukan keputusan finansial mereka. Salah satu keputusan finansial yang populer dan signifikan menyangkut struktur modal (Gottardo & Moisello, 2019; Pindado dkk., 2015).

Secara umum, struktur modal yang merupakan keseimbangan antara utang, ekuitas, dan sekuritas kepunyaan perusahaan yang beredar dapat dikatakan sebagai struktur modal perusahaan (Berk dkk., 2015). Adanya pengaturan struktur modal yang bijaksana, maka produktivitas dan performa perusahaan dapat diupayakan secara maksimal oleh pihak manajemen perusahaan (Hirdinis, 2019). Disisi lain, upaya ini juga dapat meminimalisir biaya pengembalian atas utang dan ekuitas yang dikenal juga dengan nilai *cost of capital*. Penentuan struktur modal perusahaan dapat ditentukan oleh kemampuan perusahaan mengupayakan keuntungan (profit), pembagian dividen, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, *tangibility*, serta likuiditas (Acaravci, 2015; Chen dkk., 2011). Menariknya, struktur bisnis keluarga yang memiliki kecenderungan dikelola oleh keluarga, tentu saja dapat mengatur pola kebijakan dengan lebih baik dan menguntungkan pihak pemilik. Namun, tidak dapat dipungkiri, terdapat juga manajemen yang tidak berasal dari keluarga namun dipercaya menjadi wakil yang dipercayakan pihak keluarga untuk mengelola perusahaan. Bertitik tolak dari argumen tersebut, maka tujuan penelitian ini yaitu untuk menguji apakah pengaruh klasik manajemen seperti profitabilitas dan *dividend* dapat menjadi motivasi dalam bisnis keluarga yang dapat memengaruhi struktur modal perusahaan. Selain itu, besar-kesilnya bisnis keluarga juga dapat berperan sebagai moderasi yang dapat berkontribusi terhadap pengambilan kebijakan dalam perusahaan.

Selain berkontribusi pada literatur, penelitian ini diharapkan dapat memberikan bukti empiris bisnis keluarga di Indonesia dengan menggunakan data pasar modal. Sejauh mana bisnis keluarga akan turut larut dalam bisnis pasar modal yang sesungguhnya jika dikaitkan dengan faktor klasik seperti profitabilitas dan dividen. Dengan menganalisis data keuangan yang bersumber dari bisnis keluarga, khususnya sektor non-finansial yang ada di bursa pasar modal Indonesia (BEI) periode 2015-2019, serta didukung oleh sumber data *Standard and Poor's (S&P) Capital IQ*, maka pengujian ini akan menggunakan regresi linear berganda dalam menjawab hipotesis.

## TINJAUAN LITERATUR DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

### Teori Struktur Modal

Di setiap perusahaan, struktur modal yang ditentukan bergantung pada kebijakan perusahaan. Hal ini disebabkan oleh adanya perbedaan risiko bisnis di setiap industri, bahkan antar perusahaan dalam industri yang sama. Risiko bisnis dapat diartikan sebagai risiko yang terdapat dalam operasional perusahaan secara inheren, walaupun perusahaan tidak menggunakan utang sebagai pendanaan (Brigham & Houston, 2019). Selain itu, penentuan struktur modal juga akan dipengaruhi oleh beberapa faktor, yakni (Berk dkk., 2015): (1) Keputusan apakah perusahaan akan mengakumulasi kas, membayar utang atau *dividend*, atau memberi kembali saham perusahaan; (2) Apakah sekuritas yang diterbitkan perusahaan akan terjual dengan *fair price*, memiliki *tax consequences*, terkandung biaya transaksi, atau mengubah kesempatan investasi perusahaan. Konsep penggunaan debt turut dipengaruhi oleh hal ini, khususnya pada struktur modal, dimana kebijakan ini dapat berfungsi seperti *Pecking Order Theory* dengan meminimalisir penggunaan *debt* atau seperti pada *Trade-off theory* yaitu untuk memaksimalkan penggunaan *debt*.

### Trade-off Theory (ToT)

Pada teori ini, nilai total dari perusahaan yang mendapatkan dana dari utang sepadan dengan nilai perusahaan yang tanpa utang, dengan turut melibatkan *present value* dari *tax savings* atas utang, yang dikurangi dengan *present value* dari biaya *financial distress* (Berk dkk., 2015). Modigliani dan Miller (1963) melakukan koreksi atas penelitian mereka pada tahun 1958 dan memasukkan pengaruh pajak perusahaan terhadap *cost of capital* dan *firm value*. Dengan adanya pajak perusahaan, *firm value* akan meningkat jika perusahaan menggunakan utang karena penggunaan

utang akan memberikan manfaat *tax deductibility* (*tax shield*), dimana pembayaran bunga dianggap sebagai biaya. Oleh karena itu, diperlukan pengimbang *cost of debt*, yakni biaya *financial distress* (Eckbo, 2009). Dengan demikian, struktur yang terbaik dalam mengalokasikan finansial perusahaan dapat dicapai perusahaan dengan cara mengimbangkan manfaat dan biaya yang timbul akibat penerbitan utang, yakni keuntungan pajak (*tax shield*) dengan biaya *financial distress* (Sari dkk., 2019; Abeywardhana, 2017; Berk dkk. (2015). Penambahan penerbitan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan hingga pada titik tertentu akibat dari *interest tax shield*. Bila melewati titik tersebut, maka pemanfaatan utang justru menurunkan nilai perusahaan disebabkan adanya biaya *financial distress* (Myers, 1984).

### Pecking Order Theory (POT)

Argumentasi yang diberikan oleh *Pecking Order Theory (POT)* adalah oleh karena adanya *asymmetric information*, bila manajemen perusahaan ingin mendapatkan pendanaan dari sumber eksternal, maka manajemen perusahaan perlu menjelaskan perincian suatu proyek pada investor pihak eksternal. Hal ini akan membuat manajemen memiliki kewajiban untuk membuka perusahaan untuk dipantau oleh investor eksternal. Manajemen perusahaan tidak menyukai hal tersebut sehingga manajemen lebih memilih menggunakan pendanaan internal (Eckbo, 2009). Meskipun demikian, apabila dilihat dari pandangan *asymmetric information*, tidak terdapat prediksi yang pasti akan apakah perusahaan lebih memilih penggunaan *debt* atau ekuitas untuk pendanaan eksternal (Eckbo, 2009). Oleh karena itu dalam *POT*, Myers (2001) menjelaskan bahwa diantara *debt* dan *equity*, *debt* memiliki risiko yang lebih rendah karena *debt* memiliki klaim terhadap *asset* dan pendapatan perusahaan terlebih dahulu daripada *equity*. Hal ini membuat *asymmetric information* dari *debt* lebih rendah karena keterpaparan investor dengan kesalahan valuasi perusahaan lebih rendah sehingga pendanaan dari *debt* lebih dipilih untuk pendanaan sumber eksternal daripada penerbitan ekuitas

### Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Berdasarkan pembahasan sebelumnya, apabila dilihat melalui *POT*, perusahaan memiliki preferensi untuk mendapatkan pendanaan secara internal daripada eksternal karena terdapat *asymmetric information*. Pendanaan internal ini berasal dari *retained earnings*. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi sejalan dengan *retained earnings* sehingga perusahaan tidak perlu bergantung pada pendanaan eksternal (Chen dkk., 2011). Oleh karena itu pada teori ini, apabila tingkat investasi dan *dividend* tidak berubah, maka perusahaan akan menggunakan utang lebih sedikit karena preferensi terhadap pendanaan internal (Eckbo, 2009). Teori ini didukung oleh beberapa penelitian yakni penelitian yang dilakukan oleh Sari dkk. (2019), Chen dkk. (2011), Wahyudin dan Salsabila (2019), Vijayakumaran dan Vijayakumaran (2018), Mursalim dkk. (2017), Hamid dkk. (2015), Acaravci (2015), dan Sutomo dkk. (2020).

Sebaliknya, menurut *ToT*, perusahaan dengan profitabilitas tinggi justru menggunakan utang sebagai pendanaan karena dipercaya memiliki kemungkinan yang rendah untuk mengalami *financial distress*, sehingga biaya *financial distress* lebih rendah (Sakr & Bedeir, 2019). Akibatnya, perusahaan mendapatkan insentif untuk menggunakan utang agar perusahaan mendapatkan manfaat melalui *tax shield*. Oleh karena itu, teori ini mengimplikasikan bahwa semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk meraih keuntungan, akan berbanding lurus dengan penggunaan utang. Penelitian yang mendukung teori ini yaitu Gunardi dkk. (2020); Sakr dan Bedeir (2019). Dalam konteks bisnis keluarga, penelitian Hamid dkk. (2015), menunjukkan adanya hubungan yang tidak searah antara profitabilitas dengan utang. Argumen ini sesuai dengan *POT*, sehingga hipotesis dalam penelitian yaitu:

**H:** Profitabilitas memiliki peran menurunkan *debt financing*.

#### Pengaruh *Dividend* terhadap Struktur Modal

Sebagaimana *Pecking Order Theory (POT)*, kebijakan *dividend* cenderung bersifat kaku. Penyebab dari hal ini adalah karena *dividends* dapat digunakan sebagai sinyal akan kesehatan finansial perusahaan, sehingga pembayaran *dividend* akan merendahkan *asymmetric information* (Chen dkk., 2011). Meskipun demikian, perusahaan yang terus membayarkan *cash dividends* pada pemegang saham akan mengalami pengurangan dana internal yang dapat digunakan oleh perusahaan. Hal ini disebabkan karena pemberian *cash dividends* akan mengurangi nilai *retained earnings*. Oleh karena adanya pengurangan atas dana internal, perusahaan akan terdorong untuk mendapatkan pendanaan tambahan untuk memenuhi kebutuhan perusahaan dari sumber eksternal lain, seperti melalui penerbitan utang. Fumey dan Doku (2013) mendukung teori ini. Meskipun *POT* menyatakan demikian, terdapat perbedaan pada hasil penelitian yang dilakukan Chen dkk. (2011), dimana penelitiannya menyatakan bahwa tidak terdapat hubungan antara pembayaran *dividends* dengan struktur modal. Hal ini menunjukkan adanya perbedaan dengan teori *Pecking Order*.

**H<sub>1</sub>:** *Pembayaran cash dividend memiliki peran meningkatkan debt financing.*

#### Pengaruh *Firm Size* terhadap Struktur Modal

Menurut teori, pendanaan dengan utang pada perusahaan besar akan berhati-hati dilakukan dibandingkan dengan perusahaan yang tidak besar. Hal ini wajar mengingat perusahaan besar memiliki sumber daya (*asset*) yang dibutuhkan untuk menghasilkan laba yang lebih daripada perusahaan kecil. Selain itu, menurut Vijayakumaran dan Vijayakumaran (2018), adanya kecenderungan perusahaan besar untuk melakukan diversifikasi sehingga profitabilitas perusahaan besar dapat dimaksimalkan. Oleh karena itu, *internal funding* dari *retained earnings* perusahaan cukup sehingga perusahaan tidak memerlukan penerbitan utang tambahan (Wikartika dkk., 2017; Karadeniz dkk., 2011). Menurut Vijayakumaran dan Vijayakumaran (2018), perusahaan besar juga memiliki kemungkinan yang lebih kecil untuk menggunakan utang karena tingkat *asymmetric information* lebih rendah pada perusahaan besar daripada perusahaan kecil. Teori ini didukung oleh penelitian yang dilakukan Sari dkk. (2019), Acaravci (2015) untuk sektor selain *fabricated metal products, machinery, equipment*, Bajramović (2017), dan Mursalim dkk. (2017) untuk perusahaan Indonesia.

Berbeda halnya dengan *ToT*, dalam Wikartika dkk., (2017) dan Adelegan (2002), perusahaan besar memiliki kemungkinan yang lebih tinggi untuk berhasil mendapatkan dana dari utang, khususnya utang yang bersifat jangka panjang. Penyebabnya yaitu peluang perusahaan besar untuk mengalami kebangkrutan lebih kecil serta perusahaan besar memiliki risiko gagal bayar yang lebih kecil (Eckbo, 2009). Tingkat *asymmetric information* perusahaan besar juga lebih kecil sehingga kreditur seperti bank lebih mempercayai perusahaan besar serta reputasi yang dimiliki perusahaan tersebut. *Asset* yang dimiliki oleh perusahaan besar juga dinilai lebih berharga sehingga dapat digunakan sebagai jaminan ketika perusahaan besar memutuskan untuk menerbitkan utang (Wikartika dkk., 2017; Fumey & Doku, 2013; Chen dkk., 2011). Teori ini dibuktikan oleh penelitian yang dilakukan oleh Vijayakumaran dan Vijayakumaran (2018), Wikartika dkk., (2017), dan Mursalim dkk. (2017) untuk perusahaan Thailand dan Malaysia. Meskipun demikian, terdapat perbedaan dalam penelitian yang dilakukan oleh Sutomo dkk. (2020) dan Oktavina dan Manalu (2018), yang menemukan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara *firm size* dengan utang perusahaan. Hipotesis yang dapat dirumuskan untuk penelitian ini akan mengikuti *POT* yaitu:

**H<sub>2</sub>:** *Firm size memiliki peran menurunkan debt financing.*

#### Hubungan Moderasi *Firm Size* dalam Hubungan Profitabilitas dengan Struktur Modal

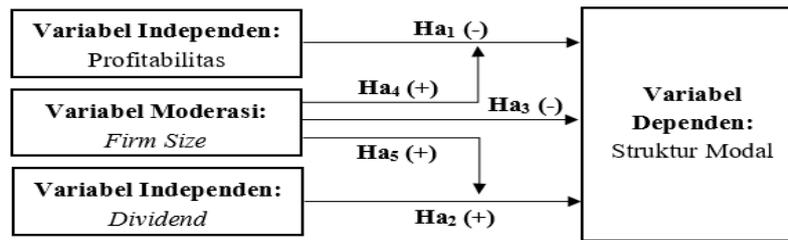
*Pecking Order Theory (POT)* menyatakan jika tidak terdapat sumber pendanaan internal bagi perusahaan, maka perusahaan tersebut akan beralih ke pendanaan eksternal. Urutan pendanaan eksternal adalah utang terlebih dahulu, setelah itu ekuitas. Bagi perusahaan yang memiliki *firm size* yang besar, mereka memiliki kemungkinan yang lebih kecil untuk mengalami *financial distress* karena profitabilitas yang dimiliki lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Profitabilitas yang tinggi tersebut dapat terjadi karena perusahaan besar memiliki sumber daya (*asset*) yang dibutuhkan untuk menghasilkan profitabilitas yang melebihi perusahaan kecil dan adanya kecenderungan perusahaan untuk melakukan diversifikasi untuk memaksimalkan profitabilitas. Oleh karena profitabilitas yang lebih tinggi, maka pendanaan internal yang dilihat melalui *retained earnings* yang dimiliki oleh perusahaan besar akan lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Banyaknya dana internal yang dimiliki oleh perusahaan besar akan mengurangi kebergantungan perusahaan besar pada pendanaan dari sumber eksternal. Penelitian Sari dkk. (2019) mendukung hal ini berdasarkan penelitian yang dilakukan untuk perusahaan di Malaysia. Meskipun demikian, terdapat perbedaan yang ditemukan melalui penelitian oleh Gunardi dkk. (2020), yang menyatakan hasil bahwa *firm size* akan memperlemah pengaruh negatif profitabilitas dengan struktur modal. Perbedaan juga ditemukan pada penelitian hasil Chen dkk. (2011), yang menyatakan bahwa *firm size* tidak memoderasi hubungan profitabilitas dengan struktur modal. Untuk itu, hipotesis yang dapat dirumuskan yaitu:

**H:** *Firm size* berperan meningkatkan hubungan profitabilitas dengan *debt financing*.

#### Hubungan Moderasi *Firm Size* dalam Hubungan *Dividend* dengan Struktur Modal

Tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung berbanding lurus dengan ukuran perusahaan. Pendapatan perusahaan yang meningkat akan menghasilkan *net income* yang lebih besar, sehingga nilai *retained earnings* akan lebih besar daripada perusahaan kecil. Hal ini mengakibatkan *cash flow* perusahaan besar yang lebih stabil daripada perusahaan kecil (Vijayakumaran & Vijayakumaran, 2018). Oleh karena itu, pembayaran *cash dividends* perusahaan besar bisa lebih besar daripada perusahaan kecil. Dengan adanya penerbitan *cash dividends* yang lebih besar, terjadinya pengurangan dana internal yang dapat digunakan oleh perusahaan. Pengurangan dana internal ini dapat mendorong manajemen perusahaan untuk mendapatkan pendanaan tambahan yang diperlukan melalui sumber eksternal, yakni melalui penerbitan utang.

Disisi lain, perusahaan besar juga lebih mudah untuk menerbitkan utang, khususnya utang jangka panjang (Adelegan, 2002). Hal ini disebabkan karena *asset* mereka dinilai lebih berharga sehingga dapat dijadikan jaminan utang. Kreditur juga lebih mempercayai reputasi perusahaan yang lebih besar (Vijayakumaran & Vijayakumaran, 2018; Fumey & Doku, 2013). Fumey dan Doku (2013) menjelaskan penelitian yang dilakukan oleh Abor pada tahun 2008 bahwa dengan adanya kondisi demikian, akses perusahaan besar terhadap utang lebih terbuka dan lebih murah sehingga hal ini menurunkan tekanan perusahaan besar untuk membayar *dividends* dengan hanya bergantung pada *retained earnings*. Meskipun demikian, Adelegan (2002) menunjukkan hasil yang berbeda, dimana terdapat hubungan negatif antara *dividend* dengan struktur modal perusahaan besar. Penelitian Chen dkk. (2011) juga menunjukkan perbedaan, dimana *firm size* tidak memoderasi *dividend* dengan struktur modal. Oleh karena sedikitnya jumlah literatur terdahulu mengenai peran moderasi *firm size* terhadap hubungan *dividend* dengan struktur modal, sehingga hipotesis sesuai dengan argumentasi sebelumnya yaitu:



Gambar 1. Kerangka Pemikiran

### METODE PENELITIAN

Populasi yang digunakan adalah perusahaan keluarga dalam sektor non-finansial yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2015 hingga 2019 (lima tahun). Perusahaan keluarga dalam sektor finansial tidak termasuk dalam populasi karena adanya keunikan struktur modal serta persyaratan hukum yang ketat untuk keputusan pembiayaannya (Sakr & Bedeir, 2019). Penelitian ini berfokus pada perusahaan keluarga menggunakan *judgement sampling* yang ditentukan oleh beberapa kriteria, diantaranya kriteria perusahaan keluarga yang terdaftar di pasar modal Indonesia yang dikategorikan keluarga jika 25% atau lebih dari sahamnya dimiliki oleh keluarga. Sedangkan perusahaan yang memiliki saham kurang dari 25% namun apabila terdapat anggota keluarga yang dapat memengaruhi pengambilan kebijakan ataupun keputusan perusahaan, akan masuk sebagai sampel. Selanjutnya kriteria pemilihan sampel seperti yang disampaikan di Tabel 1.

Tabel 1 Pemilihan Sampel

Kriteria	Jumlah
Perusahaan non-finansial yang terdaftar di BEI tahun 2015 - 2019	409
Perusahaan non-keluarga atau dimiliki negara	(221)
Perusahaan yang melakukan IPO setelah tahun 2015	(28)
Menerbitkan laporan keuangan dengan periode akuntansi tidak berakhir pada 31 Desember	(26)
Tidak menggunakan Rupiah sebagai <i>reporting currency</i>	(76)
Tidak mengungkapkan informasi yang diperlukan	(13)
Total sampel	45
Total observasi	225

Penelitian ini memiliki jumlah sampel sebesar 45 perusahaan keluarga yang memenuhi kriteria-kriteria yang sudah disebutkan. 45 perusahaan tersebut berasal dari 7 sektor yang terdaftar di BEI, yaitu sektor *agriculture* 5 perusahaan, sektor *basic industry and chemicals* 13, sektor *consumer goods industry* 7 perusahaan, *infrastructure, utilities and transportation* 2 perusahaan, *property, real estate and building construction* 12 perusahaan, *trade, services and investment* 3 perusahaan, dan *miscellaneous industry* 3 perusahaan.

Model empiris penelitian pertama yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$DAR = \alpha + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 DPR_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_6 CR_{it} + \beta_7 CF_{it} + e$$

Model empiris penelitian kedua yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$DAR = \alpha + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 DPR_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA * SIZE_{it} + \beta_5 DPR * SIZE_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \beta_7 GROWTH_{it} + \beta_8 CR_{it} + \beta_9 CF_{it} + e$$

Dimana:

- DAR : *Debt-to-Asset ratio* sebagai variabel dependen  
ROA : *Return-on-Asset ratio* sebagai pengukur profitabilitas untuk variabel  $X_1$   
DPR : *Dividend Payout ratio* sebagai pengukur pembayaran dividend secara kas oleh perusahaan untuk variabel  $X_2$   
SIZE : Ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi  
ROA \* SIZE : Interaksi *Return-on-Asset ratio* dengan ukuran perusahaan  
DPR \* SIZE : Interaksi *Dividend Payout ratio* perusahaan dengan ukuran perusahaan  
AGE : Umur perusahaan sejak didirikan sebagai variabel kontrol  
GROWTH : Pertumbuhan *revenue* perusahaan dibandingkan tahun sebelumnya  
CR : *Current Ratio* sebagai rasio likuiditas untuk variabel kontrol  
CF : *Cash flow* dari perusahaan sebagai variabel kontrol  
e : Error

### Variabel Dependen

Penelitian ini akan menggunakan *proxy debt-to-asset ratio*, yakni *proxy* yang sama seperti yang digunakan oleh Acaravci (2015), Wahyudin dan Salsabila (2019), dan Sakr dan Bedeir (2019). Hal ini disebabkan karena penggunaan nilai *book value* akan menghilangkan efek eksternal yang tidak dapat dikontrol oleh perusahaan terhadap nilai *book value* tersebut (Mokhova & Zinecker, 2013).

### Variabel Independen

Profitabilitas

Variabel independen pertama ( $X_1$ ) adalah profitabilitas, yang dapat diukur menggunakan *proxy Return-on-Asset* berbasis *pretax*. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Gunardi dkk. (2020). *Return-on-Asset* dapat didefinisikan sebagai sebuah indikator akan seberapa efisiennya manajemen suatu perusahaan dapat memanfaatkan *asset* perusahaan untuk menghasilkan keuntungan atau profitabilitas (Herold, 2019).

Dividen

Variabel ( $X_2$ ) yang digunakan adalah *dividend*, yang dapat diukur menggunakan *Dividend-payout-ratio* yaitu rasio yang membandingkan besarnya jumlah *dividend* yang sudah dibayarkan pada pemegang saham perusahaan terhadap keseluruhan *net income* yang didapatkan oleh perusahaan dalam suatu periode tertentu (Herold, 2019). Keputusan akan bagaimana dan berapa suatu perusahaan akan membayarkan *dividend* disebut sebagai *dividend payout policy* (Herold, 2019). Penggunaan *proxy dividend-payout-ratio* sebagai pengukur variabel *dividend* sesuai dengan hasil yang diperoleh Fumey dan Doku (2013) dan Adelegan (2002).

Variabel Moderasi

Penelitian ini menggunakan variabel moderasi *firm size* berdasarkan penelitian-penelitian yang dilakukan sebelumnya oleh Acaravci (2015), Gunardi dkk. (2020), dan Sutomo dkk. (2020).

Variabel Kontrol

Umur perusahaan (AGE), pertumbuhan perusahaan (GROWTH), likuiditas (CR), dan *Cash Flow* (CF) digunakan sebagai kontrol pada penelitian ini.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 2 menunjukkan bahwa variabel *Debt-to-Asset* (DAR) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0.448. Jumlah data observasi yang memiliki nilai *Debt-to-Asset* (DAR) yang melebihi nilai rata-rata (0.448) adalah 107 data, sementara 118 data berada dibawah nilai rata-rata (0.448). Untuk

variabel independen *Return-on-Asset (ROA)*, rata-rata sebesar 0.084, sebanyak 193 data memiliki nilai *Return-on-Asset (ROA)* positif sedangkan 32 data menunjukkan angka yang negatif. Jumlah data observasi yang memiliki nilai *Return-on-Asset (ROA)* yang melebihi atau sama dengan nilai rata-rata (0.084) adalah 94 data dan 131 data yang kurang dari nilai rata-rata (0.084).

**Tabel 2** Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	Nilai <i>mean</i>	Standar Deviasi	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>
DAR	0.448	0.231	0.071	1.571
ROA	0.084	0.106	-0.212	0.604
DPR	0.187	0.335	-2.025	1.262
SIZE	6.64	0.753	5.203	7.985
AGE	37.871	10.812	21	61
GROWTH	0.057	0.18	-0.495	0.906
CR	2.665	1.916	0.775	7.736
CF	0.065	0.119	-0.305	0.799

Pada variabel independen *Dividend Payout Ratio (DPR)*, rata-rata sebesar 0.187, nilai minimum dan maksimum yaitu -2.025 dan 1.262. Apabila dilihat melalui data observasi, sebanyak 138 data memiliki nilai *Dividend Payout Ratio (DPR)* yang positif, 32 data yang negatif, dan 73 data memiliki nilai 0 (tidak terdapat pembayaran dividen). Jumlah data observasi yang memiliki nilai *Dividend Payout Ratio (DPR)* yang melebihi atau sama dengan nilai rata-rata (0.187) adalah 87 data dan 138 data lebih kecil dari nilai rata-rata (0.187). Sementara itu, variabel moderasi *Firm size (SIZE)* memiliki nilai rata-rata sebesar 6.64. Sebanyak 116 data memiliki nilai di atas nilai rata-rata (6.64) dan 109 data memiliki nilai di bawah nilai rata-rata (6.64). Hal ini menunjukkan bahwa persebaran data lebih banyak berada pada nilai di atas rata-rata.

#### Pengujian Hipotesis

Terdapat 5 hipotesis yang dirumuskan dalam penelitian ini. Hipotesis pertama menguji pengaruh profitabilitas (ROA) terhadap struktur modal (DAR). Hasil analisis regresi yang dilakukan pada model pertama penelitian menunjukkan b profitabilitas (ROA) tidak signifikan memengaruhi struktur modal (DAR) bagi perusahaan keluarga yang terdaftar di BEI. Untuk model kedua, hasil analisis regresi menunjukkan bahwa variabel profitabilitas (ROA) berpengaruh secara positif signifikan terhadap variabel struktur modal (DAR) bagi perusahaan keluarga yang terdaftar di BEI. Melalui pengujian kedua model tersebut, hipotesis  $H_1$  ditolak.

**Tabel 3** Pengujian Hipotesis Model 1

$DAR = \alpha + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 DPR_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_6 CR_{it} + \beta_7 CF_{it} + e$			
N = 225			
F = 54.57			
Prob > F = 0.0000 (signifikan)			
$R^2 = 0.6377$			
Adjusted $R^2 = 0.6260$			
Variabel	Arah prediksi	Koefisien	P>  t  (one-tailed)
<b>Variabel Dependen</b>			
DAR			
<b>Variabel Independen</b>			
ROA	-	-0.274	0.145
DPR	+	-0.016	0.386
SIZE	-	0.029	0.089*
<b>Variabel Kontrol</b>			
AGE	-	0.0007	0.33
GROWTH	+	-0.204	0.011**
CR	-	-0.14	0.000***
CF	-	-0.290	0.061*

\* 0.10 (10%) \*\* 0.05 (5%) \*\*\* 0.01 (1%)

Hipotesis kedua menguji pengaruh pembayaran *cash dividend* (DPR) terhadap struktur modal (DAR). Hasil analisis regresi yang dilakukan pada kedua model penelitian menunjukkan bahwa variabel pembayaran *cash dividend* (DPR) tidak berpengaruh terhadap variabel struktur modal (DAR) bagi perusahaan keluarga yang terdaftar di BEI, sehingga hipotesis H<sub>2</sub> ditolak.

**Tabel 4** Pengujian Hipotesis Model 2

$$\text{DAR} = \alpha + \beta_1 \text{ROA}_{i,t} + \beta_2 \text{DPR}_{i,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA} * \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{DPR} * \text{SIZE}_{i,t} + \beta_6 \text{AGE}_{i,t} + \beta_7 \text{GROWTH}_{i,t} + \beta_8 \text{CR}_{i,t} + \beta_9 \text{CF}_{i,t} + e$$


---

N = 225  
 F = 46.88  
 Prob > F = 0.0000 (signifikan)  
 R<sup>2</sup> = 0.6624  
 Adjusted R<sup>2</sup> = 0.6483

Variabel	Arah prediksi	Koefisien	P> t  (one-tailed)
<b>Variabel Dependen</b>			
DAR			
<b>Variabel Independen</b>			
ROA	-	0.959	0.0085***
DPR	+	0.037	0.34
SIZE	-	0.07	0.0025***
ROA * SIZE	+	-0.307	0.000***
DPR * SIZE	+	-0.007	0.3685
<b>Variabel Kontrol</b>			
AGE	-	0.001	0.313
GROWTH	+	-0.15	0.0445**
CR	-	-0.135	0.000***
CF	-	-0.292	0.054*

---

\* 0.10 (10%) \*\* 0.05 (5%) \*\*\* 0.01 (1%)

Hipotesis ketiga menguji pengaruh *firm size* (SIZE) terhadap struktur modal (DAR). Hasil analisis regresi yang dilakukan pada kedua model penelitian menunjukkan bahwa variabel *firm size* (SIZE) berpengaruh secara positif signifikan terhadap variabel struktur modal (DAR) bagi perusahaan keluarga yang terdaftar di BEI, sehingga hipotesis H<sub>3</sub> ditolak.

Hipotesis keempat menguji hubungan *firm size* (SIZE) sebagai variabel moderasi dalam hubungan profitabilitas (ROA) dengan struktur modal (DAR). Pengujian yang dilakukan pada model dua membuktikan bahwa profitabilitas dengan *firm size* (ROASIZE) sebagai variabel interaksi berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal (DAR) bagi perusahaan keluarga yang terdaftar di BEI. Oleh karena hubungan antara profitabilitas (ROA) terhadap struktur modal (DAR) perusahaan keluarga yang terdaftar di BEI adalah positif signifikan, maka hal ini berarti bahwa variabel *firm size* (SIZE) akan memperlemah hubungan positif antara variabel profitabilitas (ROA) dengan struktur modal (DAR) bagi perusahaan keluarga yang terdaftar di BEI. Dalam kata lain, perusahaan keluarga yang besar dan memiliki profitabilitas tinggi akan memiliki utang yang lebih sedikit. Oleh karena itu, hipotesis H<sub>4</sub> diterima.

Hipotesis kelima menguji hubungan *firm size* (SIZE) sebagai variabel moderasi dalam hubungan pembayaran *cash dividend* (DPR) terhadap struktur modal (DAR). Hasil pengujian hipotesis model dua memperlihatkan variabel interaksi pembayaran *cash dividend* dengan *firm size* (DPRSIZE) tidak berpengaruh terhadap variabel struktur modal (DAR) bagi perusahaan keluarga yang terdaftar di BEI, sehingga hipotesis H<sub>5</sub> ditolak.

#### Profitabilitas dan Struktur Modal

Hasil pengujian menunjukkan adanya kesesuaian dengan ToT, dimana perusahaan dengan profitabilitas tinggi memiliki kemungkinan untuk mengalami financial distress lebih kecil. Oleh karena kemungkinan tersebut lebih kecil, maka biaya financial distress juga lebih kecil sehingga

perusahaan mendapatkan insentif untuk menggunakan utang agar perusahaan mendapatkan keuntungan maksimal dari pemanfaatan tax shield. Dengan adanya pemanfaatan tax shield dari interest atas utang dengan biaya financial distress yang lebih kecil, maka sampai suatu titik tertentu, nilai perusahaan akan meningkat jika perusahaan penerbitan utang. Hal ini mendukung hasil Gunardi dkk. (2020) dan Sakr & Bedeir (2019).

Meskipun demikian, terdapat hasil penelitian atas perusahaan keluarga yang menentang hasil yang didapatkan pada penelitian ini. Menurut Hamid dkk. (2015), semakin besar profitabilitas yang dimiliki perusahaan keluarga, maka akan mengakibatkan penerbitan utang oleh perusahaan tersebut menurun. Sehingga, hasil penelitian Hamid dkk. (2015) menunjukkan kesesuaian dengan *POT*. Meskipun demikian, hasil penelitian yang ditemukan oleh Hamid dkk. (2015) memiliki sampel perusahaan keluarga dan perusahaan non-keluarga di Malaysia. Oleh karena penelitian ini meneliti dengan sampel perusahaan keluarga di Indonesia, terdapat kemungkinan adanya perbedaan *financial behavior* perusahaan keluarga di Indonesia dengan di Malaysia, khususnya mengenai strategi pemilihan keputusan finansial. *Financial behavior* tersebut adalah perusahaan keluarga ingin menjaga kontrol keluarga dalam perusahaan, akan tetapi perusahaan keluarga perlu mempertimbangkan sesuai dengan situasi dan kondisi perusahaan apakah lebih baik memperbesar utang untuk pendanaan atau memperkecil utang untuk mengecilkan risiko kegagalan (Migliori, Maturo, dan Paolone, 2018).

#### Dividen dan Struktur Modal

Hasil ini tidak menunjukkan adanya kesesuaian dengan *Pecking Order Theory (POT)* maupun *Trade-off theory (ToT)*. Akan tetapi, penelitian Chen dkk. (2011) mendukung hasil yang didapatkan. Penyebab dari hasil hubungan tidak signifikan tersebut dapat dijelaskan dengan adanya keputusan perusahaan keluarga untuk tidak melakukan pembayaran *cash dividend* atas keputusan manajemen perusahaan. Hal ini dapat menyebabkan hasil yang tidak signifikan karena jika manajemen perusahaan keluarga tersebut memutuskan untuk tidak membayarkan *cash dividend*, maka perusahaan keluarga tidak mengalami pengurangan dana internal sehingga tidak terdapat dorongan untuk menerbitkan utang. Dalam penelitian ini, jumlah perusahaan yang tidak membayarkan dividen dari tahun 2015-2019 secara berturut-turut yaitu, 16 perusahaan di tahun 2015, 13 perusahaan di tahun 2016, 14 perusahaan di tahun 2017 dan 2018, dan 16 perusahaan dalam sampel yang tidak membayarkan *cash dividend* di tahun 2019.

Penyebab berikutnya adalah meskipun perusahaan memiliki kebijakan dividen yang relatif kaku, perusahaan belum tentu memiliki kesempatan investasi yang bersifat berharga. Apabila perusahaan belum memiliki kesempatan investasi yang berharga, maka dana internal yang dimiliki oleh perusahaan mencukupi untuk membayar *cash dividend*. Hal ini merupakan salah satu gagasan yang dikemukakan dalam *POT*

#### *Firm Size* dan Struktur Modal

Hasil ini menunjukkan kesesuaian dengan *ToT*, yang menyatakan bahwa perusahaan yang semakin besar akan menggunakan utang yang semakin tinggi. Penyebab dari hal ini adalah karena perusahaan besar memiliki peluang untuk mengalami *financial distress* yang lebih kecil dan risiko gagal bayar yang lebih kecil daripada perusahaan kecil, yang mengakibatkan adanya insentif bagi perusahaan besar untuk menerbitkan utang karena perusahaan besar dapat meningkatkan *firm value* mereka melalui pemanfaatan *tax shield*. Apabila utang perusahaan tersebut adalah *secured loan*, maka *asset* yang dimiliki oleh perusahaan besar juga dinilai lebih berharga sehingga dapat diterima sebagai jaminan utang. Selain itu, perusahaan besar dapat mengurangi tingkat *asymmetric information* melalui penerbitan laporan keuangan pada publik. Hal ini mengakibatkan reputasi perusahaan besar lebih dipercayai oleh kreditor daripada perusahaan kecil. Hasil yang diperoleh pada penelitian ini juga mendukung hasil Vijayakumaran dan Vijayakumaran (2018) dan Wikartika dkk. (2017).

#### *Firm Size* sebagai Moderasi dalam Hubungan Profitabilitas dan Struktur Modal

Penyebab dari hasil penelitian tersebut dapat dijelaskan dengan *POT*, yakni perusahaan akan beralih pada pendanaan eksternal ketika sumber pendanaan internal tidak mencukupi. Perusahaan yang memiliki ukuran yang besar memiliki profitabilitas yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil karena perusahaan besar memiliki sumber daya (*assset*) yang memungkinkan perusahaan besar tersebut mendapatkan profitabilitas yang lebih. Selain itu, adanya kecenderungan perusahaan besar untuk melakukan diversifikasi sehingga profitabilitas dapat dimaksimalisasi. Oleh karena profitabilitas yang lebih tinggi tersebut, maka perusahaan besar memiliki dana internal yang mencukupi. Hal ini mengakibatkan terjadinya pengurangan kebergantungan pada pendanaan yang berasal dari sumber eksternal

#### *Firm Size* sebagai Moderasi Hubungan Dividen dengan Struktur Modal

Hasil penelitian tidak mendukung hasil Chen dkk. (2011). Penyebab dari terjadinya hasil ini dapat dijelaskan dengan adanya 73 perusahaan keluarga dalam data observasi yang tidak membayarkan *cash dividend* selama periode yang diteliti dalam penelitian ini. Selain itu, adanya kemungkinan belum adanya kesempatan investasi yang bersifat berharga bagi perusahaan keluarga di Indonesia yang menjadi sampel penelitian. Dengan demikian, kedua hal ini membuat dana internal yang dihasilkan perusahaan selama kegiatan operasionalnya mencukupi untuk membayarkan *cash dividend*, sehingga pendanaan dari sumber eksternal menjadi tidak relevan.

### **KETERBATASAN PENELITIAN**

Sampel penelitian ini hanya terdiri dari 45 perusahaan keluarga yang ditentukan menggunakan klasifikasi sesuai dengan acuan penelitian sebelumnya berdasarkan justifikasi peneliti. Jumlah perusahaan keluarga dapat berbeda jika menggunakan kriteria yang berbeda pula. Penelitian juga hanya menggunakan analisis faktor keuangan sebagai variabel independen yang dapat memengaruhi struktur modal, namun tidak melibatkan efektivitas tata kelola perusahaan sebagai pengambil keputusan dalam perusahaan.

### **KESIMPULAN**

Penelitian ini melakukan pengujian atas pengaruh profitabilitas dan dividend pada struktur modal dengan firm size sebagai pemoderasi. Pengujian ini dilakukan dengan cara perumusan dan pembuktian dari hipotesis-hipotesis yang telah dirumuskan berdasarkan data penelitian. Data penelitian diperoleh dari perusahaan keluarga non-finansial yang terdaftar di pasar modal Indonesia dengan pemilihan sampel menggunakan non-probability purposive sampling tipe judgement sampling sejumlah 45 perusahaan untuk periode 2015 hingga 2019. Jumlah data observasi adalah 225. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas, pembayaran dividen, dan ukuran perusahaan pada bisnis keluarga tidak memiliki pengaruh yang signifikan, namun firm size hanya dapat menjadi moderasi antara profitabilitas dengan struktur modal, namun tidak diantara pembayaran dividen dengan struktur modal.

Kesimpulan hasil penelitian ini yaitu perusahaan keluarga di Indonesia dalam sektor non-finansial memiliki kecenderungan untuk mengikuti ToT dalam mengatur struktur modal mereka. Hal ini disebabkan karena dengan mengikuti ToT, terdapat manfaat yang didapatkan melalui tax shield yang berasal dari interest utang. Selain itu, dapat disimpulkan juga bahwa untuk perusahaan keluarga di Indonesia, pembayaran cash dividends tidak berpengaruh pada keputusan pendanaan struktur modal perusahaan. Hal ini dapat disebabkan karena adanya kemungkinan belum ditemukannya kesempatan investasi yang berharga bagi perusahaan sehingga perusahaan belum membutuhkan pencarian dana tambahan.

Implikasi penelitian ini menunjukkan bahwa pada bisnis keluarga, faktor yang terkait dengan apa yang dihasilkan perusahaan, baik dalam bentuk kinerja (profi), kebijakan perusahaan

(pembayaran dividen), maupun eksistensi perusahaan (firm size) tidak dapat digunakan dalam memproyeksi kebijakan struktur modal perusahaan keluarga. Masih adanya keterlibatan keluarga di dalam tata kelola perusahaan dapat menjadi indikator yang dapat diteliti oleh penelitian selanjutnya.

## DAFTAR PUSTAKA

- Abeywardhana, D.K. (2017). Capital structure theory: an overview. *Accounting and Finance Research*, 6(1), 133-138. <https://doi.org/10.5430/afr.v6n1p133>
- Abor, J. (2008). Determinants of the Capital Structure of Ghanaian Firms. *African Economic Research Consortium*. Diakses dari <http://dspace.africaportal.org/jspui/bitstream/123456789/32100/1/RP176.pdf?1>
- Acaravci, S.K. (2015). The determinants of capital structure: evidence from the Turkish manufacturing sector. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(1), 158-171. Diakses dari <http://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/1039>
- Adelegan, O. (2002). The pecking order hypothesis and corporate dividend pay out: Nigerian evidence. *African Review of Money Finance and Banking*, 75-94. Diakses dari <http://www.jstor.org/stable/23026275>
- Bajramović, A. (2017). Firm-specific determinants of capital structure – case of firms in Bosnia and Herzegovina. *Advances in Business-Related Scientific Research Journal (ABS RJ)*, 8(2), 13-24. Diakses dari <https://www.absrc.org/publications/absrj-2017-volume-8-number-2-bajramovic/>
- Berk, J., DeMarzo, P., & Harford, J. (2015). *Fundamentals of corporate finance (3<sup>rd</sup> Edisi)*. Pearson Education Limited.
- Brigham, E.F., & Houston, J.F. (2019). *Dasar-dasar manajemen keuangan (Edisi 14)*. Jakarta: Salemba Empat.
- Chen, L.-J., Jung, C., & Chen, S.-Y. (2011). How the pecking order theory explain capital structure. *Journal of International Management Studies*, 6(2), 1-9. Diakses dari <http://www.jimsjournal.org/10%20Li-Ju%20Chenpdf.pdf>
- Eckbo, B.E. (2009). *Handbook of Empirical Corporate Finance*. North Holland. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.X5001-X>
- Fumey, A., & Doku, I. (2013). Dividend payout ratio in Ghana : does the pecking order theory hold good? *Journal of Emerging Issues in Economics, Finance and Banking*, 2(2), 616-637.
- Gottardo, P., & Moiselto, A. M. (2018). Family control and capital structure choices. *SpringerBriefs in Business*, 13-40. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-00344-9\\_2](https://doi.org/10.1007/978-3-030-00344-9_2)
- Gunardi, A., Firmansyah, E., Widyaningsih, I., & Rossi, M. (2020). Capital structure determinants of construction firms: does firm size moderate the results? *Montenegrin Journal of Economics*, 16(2), 93-100. <https://doi.org/10.14254/1800-5845/2020.16-2.7>
- Hamid, M. A., Abdullah, A., & Kamaruzzaman, N. A. (2015). Capital Structure and Profitability in Family and Non-Family Firms: Malaysian Evidence. *Procedia Economics and Finance*, 31, 44-55. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(15\)01130-2](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(15)01130-2)
- Herold, T. (2019). Corporate finance terms - financial education is your best investment (financial iq series).
- Hirdinis, M. (2019). Capital Structure and Firm Size on Firm Value Moderated by Profitability. *International Journal of Economics and Business Administration*, 7(1), 174-191. <https://doi.org/10.35808/ijeba/204>
- Karadeniz, E., Kandir, S. Y., Iskenderoglu, O., & Onal, Y. B. (2011). Firm size and capital structure decisions: evidence from Turkish lodging companies. *International Journal of Economics and Financial*, 1, 1, 1-11. Diakses dari <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/3>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443. Diakses dari <http://www.jstor.org/stable/1809167>

- Mokhova, N., & Zinecker, M. (2013). The determinants of capital structure: the evidence from the European Union. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 61(7), 2533-2546. <https://doi.org/10.11118/actaun201361072533>
- Mursalim, M., Mallisa, M., & Kusuma, H. (2017). Capital structure determinants and firms' performance: empirical evidence from Thailand, Indonesia and Malaysia. *Polish Journal of Management Studies*, 16(1), 154-164. <https://doi.org/10.17512/pjms.2017.16.1.13>
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592. <https://doi.org/10.2307/2327916>
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102. Diakses dari <http://www.jstor.org/stable/2696593>
- Oktavina, M., & Manalu, S. (2018). Pecking order and trade-off theory in capital structure analysis of family firms in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 22(1), 73-82. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v22i1.1793>
- Pindado, J., Requejo, I., & de la Torre, C. (2015). Does family control shape corporate capital structure? an empirical analysis of eurozone firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(7-8), 965-1006. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12124>
- PricewaterhouseCoopers Indonesia (PwC). (2014). *Survey Bisnis Keluarga 2014*. Diakses dari <https://www.pwc.com/id/en/publications/assets/indonesia-report-family-business-survey-2014.pdf>
- Sakr, A., & Bedeir, A. (2018). Firm level determinants of capital structure: evidence from Egypt. *International Journal of Financial Research*, 10(1), 68-87. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v10n1p68>
- Sari, M., Siska N, N., & Sulastri, S. (2019). Firm Size as Moderator to Capital Structure-Its Determinants Relations. *Winter*, 4(3), 108-115. [https://doi.org/10.35609/jfbr.2019.4.3\(4\)](https://doi.org/10.35609/jfbr.2019.4.3(4))
- 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. [https://doi.org/10.21511/imfi.17\(1\).2020.15](https://doi.org/10.21511/imfi.17(1).2020.15)
- Vijayakumaran, S., & Vijayakumaran, R. (2018). The determinants of capital structure decisions: evidence from chinese listed companies. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 10(2), 114-132. <https://doi.org/10.5296/ajfa.v10i2.13065>
- Wahyudin, A., & Salsabila, K. (2019). Firm size moderates the effect of free cash flow, firm growth, and profitability on debt policy. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 11(1), 89-97. Diakses dari <https://journal.unnes.ac.id/nju/index.php/jda/article/view/9766>
- Wikartika, I., Fitriyah, Z., Andarini, S., & Rasyidah, R. (2018). Funding Decision Trade Off Theory and Pecking Order Theory Perspectives in Jakarta Islamic Index. *International Seminar of Research Month Science and Technology in Publication, Implementation and Commercialization*. Diakses dari <http://nstproceeding.com/index.php/nuscience/article/view/72>