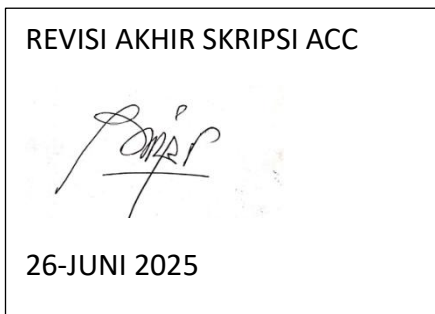


**Faktor Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan
Manufaktur di Indonesia dan Malaysia**

SKRIPSI



*Revisi terakhir
30/6/2025
Abdul Kadir..*

Ditulis Oleh:

Nama : Nadzma Safira Putri Sugianto

Nomor Mahasiswa : 21311392

Program Studi : Manajemen

Bidang Konsentrasi : Manajemen Keuangan

FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMI

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

PRODI MANAJEMEN

2025

**Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal
Perusahaan Manufaktur di Indonesia dan Malaysia**

SKRIPSI

**Ditulis dan diajukan untuk memenuhi syarat ujian akhir guna memperoleh
gelar Sarjana Strata-1 Program Studi Manajemen, Fakultas Bisnis dan
Ekonomika Universitas Islam Indonesia**

Disusun oleh:

Nama: Nadzma Safira Putri Sugianto

Nomor Mahasiswa: 21311392

Program Studi: Manajemen

Bidang Konsentrasi: Keuangan

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA
YOGYAKARTA**

2025

Pernyataan Bebas Plagiarisme



FAKULTAS
BISNIS DAN EKONOMIKA

Gedung Prof. Dr. Ace Pantadiredja
Ringroad Utara, Condong Catur, Depok
Sleman, Yogyakarta 55283
T. (0274) 881546, 883087, 885376;
F. (0274) 882889
E. fecon@uii.ac.id
W. fecon.uii.ac.id

SURAT KETERANGAN HASIL TES KEMIRIPAN

No.: 1918/Ka.Div/10/Div.PP/V/2025

Bismillaahirrahmaanirrahiim.

Assalamu'alaikum wr. wb.

Dengan ini menerangkan bahwa:

Nama : **Nadzma Safira Putri Sugianto**
Nomor Mahasiswa : **21311392**
Dosen Pembimbing : **Abdul Moin, S.E., M.B.A., M.Res., Ph.D., CQRM.**
Program Studi : **Manajemen**
Judul Karya Ilmiah : **Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal
Perusahaan Manufaktur di Indonesia dan Malaysia**
Nomor Hp : **081288000021**

Karya ilmiah yang bersangkutan di atas telah melalui proses tes kemiripan (*similarity test*) menggunakan **Turnitin** dengan hasil **3% (tiga persen)** sesuai aturan batas minimal dinyatakan lolos yang diberlakukan di Universitas Islam Indonesia yaitu sebesar 20% (dua puluh persen).

Demikian surat keterangan ini dibuat agar dapat dipergunakan sebagaimana mestinya.

Wassalamu'alaikum wr. wb

Yogyakarta, 20 Mei 2025

Kepala Divisi Pengelolaan Pengetahuan,

Suwardi S.P., M.IP.

Lembar Pengesahan Dosen Pembimbing

HALAMAN PENGESAHAN PEMBIMBING

FAKTOR FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL
PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA DAN MALAYSIA

FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

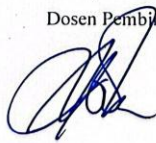
Ditulis Oleh:

Nama : Nadzma Safira Putri Sugianto
Nomor Mahasiswa : 21311392
Program Studi : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Manajemen Keuangan

Yogyakarta, 20 Mei 2025

Telah disetujui dan disahkan oleh

Dosen Pembimbing,



Abdul Moin. S.E., M.B.A., Ph.D., CQRM.

iii

Berita Acara Ujian Skripsi

BERITA ACARA UJIAN TUGAS AKHIR

TUGAS AKHIR BERJUDUL

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA DAN MALAYSIA

Disusun oleh : Nadzma Safira Putri Sugianto

Nomor Mahasiswa : 21311392

Telah dipertahankan didepan Tim Penguji dan dinyatakan lulus
hari ini, tanggal: Rabu 04 Juni 2025

Pembimbing TA
Penguji

: Abdul Moin, S.E., M.B.A., Ph.D., CQRM.
: Sutrisno, Prof., Dr., Drs., M.M.

Mengetahui

Dekan Fakultas Bisnis dan Ekonomika
Universitas Islam Indonesia



Prof. Johan Arifin, S.E., M.Si., Ph.D.

Kata Pengantar

Bismillahirrahmanirrahim

Assalamu'alaikum warrahmatullaahi wabarakatuh

Alhamdulillah, Puji dan syukur kita panjatkan kepada Allah SWT atas segala karunia rahmat dan hidayahNya sehingga penulis dapat menyelesaikan tugas akhir skripsi yang berjudul " Perbandingan Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Di Indonesia Dan Malaysia ".

Penyusunan tugas akhir skripsi ini merupakan syarat untuk meraih gelar Sarjana Strata S-1 pada jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia. Dalam proses penyusunan skripsi ini tidak sedikit ditemukannya hambatan yang dihadapi oleh penulis, tetapi berkat dukungan, doa, serta bantuan dari berbagai pihak sehingga penulis dapat mengatasi kendala yang dihadapi. Oleh karenanya dalam kesempatan ini penulis ingin mengucapkan terima kasih sebesar-besarnya kepada:

1. Puji syukur penulis panjatkan ke hadirat Allah SWT atas segala rahmat, taufik, dan hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Perbandingan Struktur Modal Perusahaan-Perusahaan Di Indonesia Dan Malaysia” ini dengan baik. Tanpa limpahan karunia dan pertolongan-Nya, penulis menyadari bahwa penyusunan skripsi ini tidak akan berjalan dengan lancar.
2. Kepada cinta pertama dalam hidup penulis, Bapak Aan Sugianto, S.T, M.T. Seorang ayah yang menjadi alasan penulis masih bertahan sampai saat ini. Puji Syukur sudah berada di tahap ini, menyelesaikan karya tulis yang sederhana. Terima kasih engkau selalu memberikan kasih sayang yang sangat luar biasa besar, nasihat, motivasi, semangat dan doa yang terbaik untuk putri kecilmu ini.
3. Kepada ibunda tercinta, Ibu Nuriyah A.Md. Perempuan hebat yang sudah membesarkan dan mendidik anak anaknya hingga mendapatkan gelar

sarjana serta selalu menjadi penyemangat bagi penulis. Terima kasih untuk doa ibu yang sangat luar biasa, kasih sayang, nasihat, motivasi sehingga penulis dapat menyelesaikan karya tulis yang sederhana ini, semoga ibu selalu sehat dan Panjang umur. Karena ibu harus ada disetiap perjalanan hidup penulis.

4. Dosen pembimbing, Bapak Abdul Moin SE., MBA., CQRM. yang telah dengan sabar membimbing, memberikan arahan, serta masukan yang sangat berharga selama proses penyusunan skripsi ini.
5. Bapak Fathul Wahid, ST., M.SC., Ph.D., selalu Rektor Universitas Islam Indonesia.
6. Bapak Prof. Johan Arifin, S.E., M.Si., Ph.D. selaku dekan Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia.
7. Bapak Arif Hartono, S.E., M.Ec., Ph.D., selaku Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia.
8. Bapak Abdur Rafik, S.E., M.Sc. selaku ketua program studi Manajemen-Program Sarjana Universitas Islam Indonesia.
9. Nenek serta bibi tercinta yang selalu mendoakan dan memberikan semangat, serta menjadi teladan dalam ketekunan dan kesabaran.
10. Saudara-saudara penulis, Handika Caka Krisna Sugianto, Salsa Nabilla Novikadianty, S.Tr. Ak., Tabina Isaura atas dukungan, kebersamaan, semangat dan hiburan yang selalu diberikan dalam suka maupun duka.
11. Teman-teman seperjuangan, Karenina Dwi Lidya Sari, Jeanissa Asna Kurniawati, dan Reysa Febiola yang telah menjadi tempat berbagi cerita, pengalaman, dan saling membantu selama masa perkuliahan hingga penyusunan skripsi ini.
12. Kepada Hesrin, selaku teman bimbingan yang sudah membantu dalam Menyusun skripsi hingga daftar sidang skripsi
13. Terakhir, kepada diri saya sendiri, Nadzma Safira Putri Sugianto. Terima kasih sudah bertahan atas segala perjuangan, air mata dan ketidakpastian perjalanan ini, meskipun sering ingin menyerah dan merasa putus asa.

Penulis memohon maaf atas segala kekurangan yang terdapat dalam proses penyusunan skripsi. Semoga hasil penelitian ini dapat bermanfaat dan digunakan bagi kita semua sebagai acuan untuk kedepannya. Penulis secara terbuka menerima segala kritik dan saran yang diberikan untuk menyempurnakan skripsi ini.

Wassalamualaikum Wr. Wb.

Yogyakarta, 16 Mei 2025

Penulis,

Nadzma Safira Putri Sugianto

DAFTAR ISI

Pernyataan Bebas Plagiarisme.....	ii
Lembar Pengesahan Dosen Pembimbing.....	iii
Kata Pengantar.....	v
DAFTAR TABEL	xi
ABSTRAK	xiii
ABSTRACT	xiv
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah.....	6
1.3 Tujuan Penelitian	7
1.4 Manfaat Penelitian	7
1.4.1 Manfaat Teoritis	7
1.4.2 Manfaat Praktis.....	8
BAB II KAJIAN PUSTAKA	9
2.1 Teori <i>Peecking Order</i> dalam Struktur Modal	9
2.2 Struktur Modal.....	11
2.3 Struktur Modal pada Perusahaan-Perusahaan Di Indonesia.....	13
2.4 Struktur Modal pada Perusahaan – Perusahaan Di Malaysia	14
2.5 Perbedaan Karakteristik Struktur Modal Indonesia dan Malaysia	16
2.6 Manfaat Struktur Modal Indonesia dan Malaysia	18

2.7	Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Indonesia dan Malaysia	20
2.8	Penelitian Terdahulu	22
2.9	Pengembangan Hipotesis.....	23
2.10	Kerangka Penelitian.....	33
BAB III.....		34
METODE PENELITIAN		34
3.1	POPULASI DAN SAMPEL	34
3.2	JENIS DATA DAN SUMBER DATA	35
3.3	VARIABEL PENELITIAN	36
3.3.1	Variabel Terikat atau Dependen (Y).....	36
3.3.2	Variabel Bebas atau Independen (X).....	37
3.3.3	Variabel Control.....	43
3.4	METODE ANALISIS DATA.....	44
3.4.1	Statistik Deskriptif	44
3.4.2	Uji Asumsi Klasik.....	45
3.4.3	Penentuan Model Estimasi Regresi Data Panel	46
3.4.4	Pemilihan Regresi Data Panel.....	48
3.4.5	Hasil Pemilihan Model Regresi Data Panel	49
3.4.6	Uji Hipotesis.....	51
BAB VI.....		53
HASIL DAN PEMBAHASAN		53
4.1	GAMBARAN UMUM	53
4.2	ANALISIS STATISTIK DESKRIPTIF	54

4.3	HASIL DAN PEMBAHASAN NEGARA MALAYSIA	57
4.3.1	Hasil Uji <i>Multikolinearitas</i> Malaysia	57
4.3.2	Hasil Uji <i>Heteroskedastisitas</i> Malaysia	59
4.3.3	Estimasi Model Regresi Data Panel Malaysia	60
4.3.4	Pemilihan Regresi Data Panel Malaysia	67
4.3.5	Hasil Pemilihan Model Regresi Data Panel Malaysia	69
4.3.6	Hasil Hipotesis Malaysia.....	71
4.4	HASIL DAN PEMBAHASAN NEGARA INDONESIA.....	74
4.4.1	Hasil Uji Multikolinearitas Indonesia	74
4.4.2	Hasil Uji Heteroskedastisitas	75
4.4.3	Estimasi Model Regresi Data Panel Indonesia	76
4.4.4	Pemilihan Regresi Data Panel Indoensia	81
4.4.5	Hasil Pemilihan Model Regresi Data Panel Indonesia	84
4.4.6	Hasil Uji Hipotesis Indonesia	86
4.5	HASIL DAN PEMBAHASAN NEGARA MALAYSIA DENGAN INDONESIA	90
4.5.1	Hasil Uji Multikolinearitas.....	90
4.5.2	Hasil Uji Heteroskedastisitas Malaysia dan Indonesia.....	91
4.5.3	Estimasi Model Regresi Data Panel Malaysia dan Indonesia.....	92
4.5.4	Pemilihan Regresi Data Panel Malaysia dan Indonesia	98
4.5.5	Uji Hipotesis Malaysia dan Indonesia	99
4.6	Kesimpulan Regresi Data Panel Negara Malaysia, Indonesia, dan Indonesia Malaysia.....	101
BAB V		104
PENUTUP		104
5.1	Kesimpulan	104

5.2	Keterbatasan Penelitian.....	105
5.3	Saran.....	106
DAFTAR PUSTAKA.....		109
LAMPIRAN.....		128

DAFTAR TABEL

Tabel 4. 1 Hasil uji Analisis Statistik Deskriptif	55
Tabel 4. 2 Hasil uji Multikolinearitas Malaysia, Indonesia, dan Dua Negara	58
Tabel 4. 3 Hasil Uji Pooled Model dengan Variabel Dependen Debt to Asset	61
Tabel 4. 4 Hasil Uji Fixed Effect dengan Variabel Dependen Debt to Asset	63
Tabel 4. 5 Hasil Uji Random Effect Model dengan Variabel Dependen Debt to Asset.....	65
Tabel 4. 6 Hasil Uji Chow dan Uji Hausman Malaysia dalam menentukan Model Regresi Data Panel	68
Tabel 4. 7 Hasil Uji Hipotesis Malaysia	72
Tabel 4. 8 Hasil Uji Pooled Model Data Indonesia dengan Variabel Dependen Debt to Asset	77
Tabel 4. 9 Hasil Uji Fixed Effect Model dengan Variabel Dependen Debt to Asset.....	78
Tabel 4. 10 Hasil Uji Random Effect Model dengan Variabel Dependen Debt to Asset.....	80
Tabel 4. 11 Hasil Uji Chow dan Uji Hausman Malaysia dalam menentukan Model Regresi Data Panel	82
Tabel 4. 12 Hasil Uji Lagrange Multiplier (LM) Indonesia dalam menentukan Model Regresi Data Panel	83
Tabel 4. 13 Hasil Uji Hipotesis Indonesia	87
Tabel 4. 14 Hasil Uji Pooled Model dengan Variabel Dependen Debt to Asset	93
Tabel 4. 15 Hasil Uji Fixed Effect Model dengan Variabel Dependen Debt to Asset.....	95
Tabel 4. 16 Hasil Uji Random Effect Model dengan Variabel Dependen Debt to Asset.....	96

Tabel 4. 17 Hasil Uji Chow dan Uji Hausman Malaysia dan Indonesia dalam menentukan Model Regresi Data Panel	98
Tabel 4. 18 Hasil Uji Hipotesis Malaysa dan Indonesia	100
Tabel 4. 19 Kesimpulan Hasil Regresi Data Panel.....	102

ABSTRAK

Perbedaan kondisi makroekonomi, kebijakan moneter, dan regulasi keuangan antara Indonesia dan Malaysia membentuk pola struktur modal yang berbeda di kedua negara. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kondisi ekonomi dan kebijakan pemerintah terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia dan Malaysia. Sampel dipilih menggunakan teknik purposive sampling dari database Osiris dan bursa saham kedua negara. Sektor manufaktur menjadi fokus karena kontribusinya yang besar terhadap ekonomi dan upaya optimalisasi pendanaannya. Hasil menunjukkan bahwa di Malaysia, faktor seperti pertumbuhan, likuiditas, profitabilitas, ukuran, dan usia perusahaan memengaruhi struktur modal, sedangkan di Indonesia hanya ukuran dan usia yang signifikan. Analisis gabungan dengan Fixed Effect menemukan hanya ukuran perusahaan yang konsisten berpengaruh, sementara variabel lain tidak signifikan akibat perbedaan konteks ekonomi dan sistem keuangan. Temuan ini menyoroti pentingnya mempertimbangkan konteks lokal dalam analisis struktur modal.

Kata Kunci: likuiditas, pertumbuhan, perusahaan, profitabilitas, struktur modal

ABSTRACT

Differences in macroeconomic conditions, monetary policy, and financial regulation between Indonesia and Malaysia shape different capital structure patterns in both countries. This study aims to analyze the effect of economic conditions and government policies on the capital structure of manufacturing companies in Indonesia and Malaysia. The sample is selected using purposive sampling technique from Osiris database and stock exchanges of both countries. The manufacturing sector is the focus due to its large contribution to the economy and efforts to optimize its funding. The results show that in Malaysia, factors such as growth, liquidity, profitability, size, and age of the firm affect capital structure, while in Indonesia only size and age are significant. The combined analysis with Fixed Effect found that only firm size is consistently influential, while other variables are not significant due to differences in economic context and financial system. These findings highlight the importance of considering local context in capital structure analysis.

Keywords: capital structure, growth, liquidity, profitability, company

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dalam era globalisasi yang terus berkembang, dunia usaha dihadapkan pada perubahan yang cepat dan semakin kompleks. Persaingan antar perusahaan tidak hanya terjadi di tingkat nasional, tetapi juga di tingkat regional dan global. Untuk dapat bertahan dan berkembang di pasar yang sangat kompetitif, perusahaan-perusahaan, termasuk yang berada di kawasan Asia Tenggara, perlu mengembangkan strategi yang efektif. (Hendra & Ningrum, 2023).

Salah satu aspek yang sangat berpengaruh terhadap kinerja dan kelangsungan hidup perusahaan adalah keputusan terkait struktur modal. Struktur modal merupakan keputusan strategis yang sangat penting dalam manajemen keuangan perusahaan karena berkaitan dengan bagaimana perusahaan membiayai aktivitas operasional dan investasinya. Struktur modal menggambarkan proporsi antara penggunaan utang dan ekuitas dalam pembiayaan perusahaan. Keputusan mengenai struktur modal dapat memengaruhi nilai perusahaan, risiko kebangkrutan, dan fleksibilitas keuangan jangka Panjang. (Modigliani & Miller, 1958). Oleh karena itu, pemahaman yang mendalam terhadap faktor-faktor yang memengaruhi

struktur modal sangat diperlukan, terutama dalam konteks perusahaan yang beroperasi di negara berkembang.

Indonesia dan Malaysia merupakan dua negara berkembang di kawasan Asia Tenggara dengan karakteristik ekonomi, iklim investasi, dan kebijakan pasar modal yang berbeda, meskipun memiliki kemiripan dari sisi perkembangan sektor manufaktur. (ASEAN, 2022; Goh et al., 2018). Sektor manufaktur di kedua negara memainkan peran penting dalam menyumbang Produk Domestik Bruto (PDB) dan menyerap tenaga kerja dalam jumlah besar. (World Bank, 2020; ASEAN Secretariat, 2019). Namun, dalam pengelolaan keuangannya, perusahaan manufaktur di Indonesia dan Malaysia dihadapkan pada tantangan yang berbeda dalam mengatur struktur modalnya. (Hadinugroho, Agustanto, & Harmadi, 2018; Rahman, Fadzil, & Saidi, 2023).

Perbedaan struktur modal antara perusahaan manufaktur di Indonesia dan Malaysia menunjukkan bahwa faktor internal dan eksternal memiliki peran yang signifikan dalam menentukan kebijakan keuangan perusahaan. (Hadinugroho, Agustanto, & Harmadi, 2018). Kebijakan ekonomi yang diterapkan oleh pemerintah, stabilitas pasar keuangan, serta preferensi manajemen dalam memilih sumber pendanaan dapat mempengaruhi tingkat ketergantungan perusahaan terhadap utang atau ekuitas. (Sahabuddin & Setiawan, 2012).

Penelitian lintas negara ini menjadi penting untuk memahami bagaimana faktor-faktor internal perusahaan memengaruhi struktur modal dalam konteks yang berbeda. (Deesomsak et al., 2004). Dengan membandingkan perusahaan manufaktur di Indonesia dan Malaysia, dapat diperoleh wawasan mengenai konsistensi atau perbedaan pengaruh variabel-variabel keuangan terhadap struktur modal di dua negara tersebut. (Booth et al., 2001). Penelitian ini juga dapat memberikan kontribusi dalam memperkaya literatur empiris mengenai struktur modal di negara-negara berkembang, yang masih relatif terbatas dibandingkan negara-negara maju.

Beberapa penelitian sebelumnya telah mengidentifikasi bahwa faktor-faktor internal seperti peluang pertumbuhan (*growth opportunity*), likuiditas, aset berwujud (*tangibility*), dan profitabilitas dapat memengaruhi keputusan struktur modal. Namun, hasil dari penelitian-penelitian tersebut menunjukkan ketidakkonsistenan yang menjadi dasar perlunya penelitian lanjutan, khususnya dengan pendekatan perbandingan antar negara (Booth et al., 2001; Deesomsak et al., 2004).

Pertama, variabel *growth opportunity* dalam sejumlah studi ditemukan memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Roslan dan Abdullah (2019), Mohd Noor et al. (2021), dan Hadinugroho et al. (2018) menunjukkan bahwa perusahaan dengan prospek pertumbuhan tinggi cenderung menghindari pembiayaan eksternal seperti utang untuk menjaga fleksibilitas finansial dan menghindari risiko pembatasan dari kreditur, hal ini sejalan dengan teori *Pecking Order* yang dikemukakan oleh Myers dan

Majluf (1984). Kedua, faktor likuiditas juga ditemukan memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal. Penelitian Ahmad et al. (2017), Sari dan Handayani (2020), serta Rahman dan Fadzil (2023) menunjukkan bahwa perusahaan dengan likuiditas tinggi lebih cenderung menggunakan dana internal, sehingga tingkat ketergantungan pada utang menjadi lebih rendah.

Ketiga, tangibility atau proporsi aset tetap dalam perusahaan secara umum ditemukan memiliki hubungan positif dengan struktur modal. Hal ini karena aset tetap dapat digunakan sebagai jaminan untuk memperoleh pembiayaan utang, sebagaimana dijelaskan dalam studi oleh Wahyudi dan Prasetyono (2016), serta Roslan dan Abdullah (2019). Keempat, hasil penelitian mengenai profitabilitas menunjukkan hasil yang lebih bervariasi. Beberapa studi seperti oleh Ahmad et al. (2017) dan Wahyudi dan Prasetyono (2016) mendukung teori Pecking Order dengan menunjukkan pengaruh negatif antara profitabilitas terhadap struktur modal. Namun, Darmawan et al. (2021) justru menemukan adanya pengaruh positif, yang menunjukkan adanya perbedaan konteks dan strategi perusahaan.

Selain itu, variabel kontrol seperti ukuran dan usia perusahaan juga dinilai relevan, namun masih terbatas dibahas dalam konteks lintas negara. Studi Rajan dan Zingales (1995) menyebutkan bahwa perusahaan besar cenderung memiliki leverage yang lebih tinggi karena akses yang lebih mudah terhadap pasar modal. Sementara itu, Frank dan Goyal (2003) menjelaskan bahwa usia perusahaan dapat menjadi indikator stabilitas dan pengalaman, yang memengaruhi kebijakan pembiayaan.

Namun, masih sedikit penelitian yang secara langsung membandingkan pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap struktur modal antara dua negara berkembang seperti Indonesia dan Malaysia. Padahal, perbedaan dalam aspek makroekonomi, infrastruktur keuangan, kebijakan regulasi, dan kematangan pasar modal dapat menyebabkan perbedaan signifikan dalam pengambilan keputusan struktur modal (Deesomsak et al., 2004). Sebagai contoh, perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung lebih mengandalkan pendanaan dari perbankan karena pasar modal yang belum terlalu berkembang. Sebaliknya, perusahaan di Malaysia memiliki akses yang lebih luas terhadap pasar modal yang lebih stabil dan terdiversifikasi.

Kondisi ini menunjukkan pentingnya analisis komparatif untuk menelusuri konsistensi hasil-hasil penelitian terdahulu serta mengidentifikasi variabel-variabel spesifik yang relevan di masing-masing negara. Dengan pendekatan lintas negara, diharapkan penelitian ini dapat memberikan gambaran yang lebih menyeluruh mengenai pengaruh faktor-faktor internal perusahaan terhadap struktur modal dalam konteks negara berkembang di Asia Tenggara. Berdasarkan latar belakang tersebut, penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi teoritis dalam memperkaya kajian struktur modal, serta kontribusi praktis bagi pengambil kebijakan, pelaku industri, dan investor dalam merumuskan strategi pendanaan yang lebih adaptif terhadap karakteristik ekonomi dan keuangan di masing-masing negara.

Dengan melihat hasil-hasil yang beragam dan belum konsisten tersebut, penelitian ini bertujuan untuk mengisi kesenjangan dalam literatur dengan mengkaji lebih lanjut pengaruh faktor-faktor internal dan karakteristik perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia dan Malaysia. Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi pengembangan teori serta praktik manajemen keuangan di negara berkembang.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan rumusan masalah tersebut, tujuan penelitian yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:

1. Apakah *Growth Opportunity* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal?
2. Apakah *Liquidity* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal?
3. Apakah *Tangibility* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal?
4. Apakah *Profitabilitas* berpengaruh signifikan terhadap struktur modal?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah tersebut, tujuan penelitian yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:

1. Untuk menguji pengaruh *Growth Opportunity* terhadap struktur modal pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia dan Malaysia pada periode 2019-2023.
2. Untuk menguji pengaruh *Liquidity* terhadap struktur modal pada Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia dan Malaysia pada periode 2019-2023.
3. Untuk menguji pengaruh tangibility terhadap struktur modal pada Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia dan Malaysia pada periode 2019-2023.
4. Untuk menguji pengaruh profitabilitas (ROA) terhadap struktur modal pada Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia dan Malaysia pada periode 2019-2023.

1.4 Manfaat Penelitian

1.4.1 Manfaat Teoritis

Secara teoritis, penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan mengenai teori struktur modal perusahaan, terutama dalam konteks perbandingan antara Malaysia dan Indonesia. Selain itu, hasil penelitian ini dapat menjadi acuan bagi peneliti di masa depan dalam merumuskan

hipotesis terkait hubungan antara struktur modal perusahaan dengan aspek hukum serta kondisi ekonomi makro, sehingga dapat memperkaya kajian akademik di bidang keuangan dan manajemen.

1.4.2 Manfaat Praktis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan perspektif yang bermanfaat bagi para profesional bisnis dan pengambil keputusan, khususnya bagi perusahaan di Malaysia dan Indonesia dalam merumuskan strategi pendanaan yang lebih optimal. Selain itu, hasil penelitian ini juga dapat berfungsi sebagai landasan bagi pemerintah dalam merancang kebijakan yang mendukung peningkatan investasi serta mendorong pertumbuhan pasar modal di kedua negara, sehingga dapat menciptakan iklim bisnis yang lebih stabil dan kompetitif.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 Teori *Pecking Order* dalam Struktur Modal

Teori *Pecking Order* pertama kali diperkenalkan oleh Donaldson (1961) dan dikembangkan lebih lanjut oleh Myers dan Majluf (1984). Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan memiliki hierarki dalam pemilihan sumber pendanaan, di mana perusahaan lebih cenderung menggunakan pendanaan internal sebelum beralih ke pendanaan eksternal. Jika dana internal tidak mencukupi, perusahaan akan lebih memilih pendanaan melalui utang dibandingkan dengan penerbitan ekuitas. Preferensi ini didasarkan pada masalah asimetri informasi, yaitu kondisi di mana manajemen memiliki informasi yang lebih banyak mengenai kondisi keuangan perusahaan dibandingkan investor eksternal. Akibatnya, penerbitan ekuitas dapat dianggap sebagai sinyal negatif bagi pasar, yang dapat menurunkan kepercayaan investor terhadap perusahaan.

Dalam kerangka teori Pecking Order, laba ditahan menjadi sumber utama pendanaan karena tidak menimbulkan biaya penerbitan dan tidak mengubah struktur kepemilikan saham. Apabila dana internal tidak mencukupi, perusahaan lebih cenderung menggunakan utang dengan risiko rendah, seperti pinjaman bank atau obligasi, karena biaya penerbitannya lebih rendah dibandingkan dengan penerbitan saham. Sementara itu, penerbitan saham baru menjadi pilihan terakhir karena dapat menyebabkan

dilusi kepemilikan serta berpotensi menimbulkan persepsi negatif dari investor, yang dapat menganggap bahwa perusahaan sedang mengalami kesulitan keuangan atau bahwa nilai sahamnya dinilai terlalu tinggi.

Teori ini memiliki implikasi penting dalam pengambilan keputusan keuangan perusahaan, khususnya dalam menentukan struktur modal. Perusahaan yang menerapkan teori Pecking Order cenderung memiliki tingkat leverage yang lebih tinggi ketika laba ditahan tidak mencukupi, dibandingkan dengan perusahaan yang lebih memilih pendanaan melalui penerbitan saham. Beberapa penelitian empiris menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung memiliki tingkat utang yang lebih rendah, karena mereka dapat mengandalkan pendanaan internal. (Fama & French, 2002). Sebaliknya, perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang rendah lebih cenderung menggunakan utang sebagai sumber pendanaan utama akibat keterbatasan dana internal. (Fama & French, 2002).

Dalam konteks perbandingan antara Indonesia dan Malaysia, penerapan teori Pecking Order dapat bervariasi tergantung pada faktor-faktor seperti regulasi keuangan, akses terhadap pasar modal, serta tingkat kepercayaan investor terhadap perusahaan. Perusahaan di Indonesia, yang beroperasi di pasar modal yang masih berkembang dengan tingkat volatilitas yang tinggi, cenderung lebih mengandalkan utang sebagai sumber pendanaan utama dibandingkan dengan penerbitan saham baru. Sementara itu, perusahaan di Malaysia, yang memiliki regulasi keuangan yang lebih

stabil dan akses yang lebih baik ke pasar modal, mungkin memiliki fleksibilitas yang lebih besar dalam memilih sumber pendanaan. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis sejauh mana teori Pecking Order berlaku dalam struktur modal perusahaan manufaktur di kedua negara, serta mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi preferensi pendanaan perusahaan.

2.2 Struktur Modal

Struktur modal merupakan komposisi atau perbandingan antara utang dan ekuitas yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai aset serta operasionalnya. Menurut Sjahrial (2014) dan Hasri (2021), struktur modal adalah perimbangan penggunaan modal pinjaman, yang meliputi utang jangka pendek permanen dan utang jangka panjang, dengan modal sendiri yang terdiri atas saham preferen dan saham biasa. Gunadhi dan Putra (2019) menambahkan bahwa struktur modal adalah kombinasi antara sumber pendanaan internal, seperti modal sendiri, dan sumber pendanaan eksternal, seperti kreditur dan pemangku kepentingan. Dewi dan Wirama (2017) juga menjelaskan bahwa struktur modal mengacu pada proporsi sumber pendanaan perusahaan yang terdiri dari utang dan ekuitas, dengan tujuan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan melalui kombinasi struktur modal yang tepat. Berdasarkan berbagai definisi tersebut, dapat disimpulkan bahwa struktur modal memiliki peran penting dalam menentukan kebijakan

keuangan perusahaan guna mencapai stabilitas dan pertumbuhan bisnis yang optimal.

Macam-macam struktur modal dapat dikategorikan berdasarkan proporsi antara utang dan ekuitas yang digunakan dalam pembiayaan perusahaan. Pertama, struktur modal konservatif, di mana perusahaan lebih banyak menggunakan ekuitas dibandingkan dengan utang. Pendekatan ini mengurangi risiko kebangkrutan tetapi dapat membatasi potensi pengembalian yang lebih tinggi. Kedua, struktur modal agresif, yang menunjukkan bahwa perusahaan lebih banyak menggunakan utang dibandingkan dengan ekuitas. Strategi ini dapat meningkatkan tingkat pengembalian ekuitas tetapi juga meningkatkan risiko keuangan serta potensi kesulitan likuiditas. Ketiga, struktur modal seimbang, yaitu perusahaan menjaga keseimbangan antara utang dan ekuitas dalam pembiayaan asetnya. Model ini bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dengan mengoptimalkan biaya modal serta risiko yang dihadapi. (Hadinugroho, Agustanto, & Harmadi, 2018).

Pemilihan struktur modal yang tepat dipengaruhi oleh berbagai faktor, termasuk kondisi pasar, industri, dan tingkat risiko yang dihadapi perusahaan. (Surjadi & Viviana, 2019). Perusahaan yang beroperasi dalam lingkungan bisnis dengan volatilitas tinggi cenderung lebih berhati-hati dalam menggunakan utang, sementara perusahaan dengan akses mudah terhadap pendanaan eksternal dapat lebih fleksibel dalam menentukan kebijakan struktur modalnya. Oleh karena itu, pengelolaan struktur modal

yang efektif menjadi kunci bagi perusahaan dalam mencapai tujuan keuangan jangka panjang, meminimalkan biaya modal, serta memaksimalkan nilai perusahaan di tengah persaingan industri yang semakin kompetitif. (Brigham & Houston, 2011).

2.3 Struktur Modal pada Perusahaan-Perusahaan Di Indonesia

Struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia dipengaruhi oleh berbagai faktor internal dan eksternal yang saling berkaitan. Salah satu faktor penting adalah likuiditas perusahaan. Perusahaan dengan likuiditas yang baik cenderung menggunakan lebih banyak ekuitas daripada utang karena mereka memiliki dana internal yang cukup untuk membiayai operasional dan investasi tanpa harus bergantung pada pinjaman eksternal (Awalsidik, 2023). Selain itu, ukuran perusahaan juga memegang peranan penting dalam menentukan struktur modal. Perusahaan yang lebih besar biasanya memiliki akses lebih mudah ke pasar modal dan lembaga keuangan, sehingga dapat memperoleh pembiayaan dengan biaya yang lebih rendah dan menggunakan utang dalam proporsi yang lebih tinggi tanpa menambah risiko keuangan secara signifikan. (Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis dan Inovasi, 2022).

Profitabilitas perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap penggunaan utang, karena perusahaan yang menghasilkan laba tinggi cenderung memanfaatkan dana internal atau retained earnings untuk

membiayai investasi baru, sehingga mengurangi ketergantungan pada utang (Awalsidik, 2023). Selain faktor internal, kondisi ekonomi makro seperti inflasi, suku bunga, dan stabilitas kebijakan moneter juga memengaruhi keputusan struktur modal. Misalnya, selama pandemi COVID-19, banyak perusahaan manufaktur di Indonesia mengurangi penggunaan utang untuk menghindari risiko gagal bayar akibat ketidakpastian ekonomi, meskipun beberapa sektor justru meningkatkan utang guna menjaga likuiditas dan operasional. (Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis dan Inovasi, 2022).

Dengan demikian, pemahaman yang mendalam tentang faktor-faktor tersebut sangat penting bagi manajer keuangan dalam mengambil keputusan pendanaan yang tepat. Keputusan yang bijak dalam menentukan proporsi utang dan ekuitas dapat membantu perusahaan memaksimalkan nilai, mengoptimalkan biaya modal, dan menjaga stabilitas keuangan untuk mendukung pertumbuhan yang berkelanjutan.

2.4 Struktur Modal pada Perusahaan – Perusahaan Di Malaysia

Struktur modal pada perusahaan-perusahaan di Malaysia dipengaruhi oleh sejumlah karakteristik keuangan dan faktor ekonomi makro yang berbeda dibandingkan dengan negara-negara Asia Tenggara lainnya. Deesomsak, Paudyal, dan Pescetto (2004) melakukan penelitian empiris terhadap perusahaan manufaktur di beberapa negara Asia Pasifik, termasuk Malaysia, dan menemukan bahwa faktor-faktor seperti profitabilitas,

peluang pertumbuhan, ukuran perusahaan, tangibilitas aset, dan likuiditas secara signifikan memengaruhi struktur modal perusahaan. Mereka juga mengidentifikasi adanya perbedaan struktur modal antar negara yang tidak sepenuhnya dapat dijelaskan oleh variabel-variabel keuangan tersebut, sehingga menunjukkan bahwa kondisi ekonomi makro dan kebijakan keuangan di Malaysia turut berperan dalam menentukan keputusan struktur modal Perusahaan. (Deesomsak et al., 2004).

Lebih lanjut, likuiditas ditemukan berpengaruh negatif terhadap struktur modal, yang berarti perusahaan dengan likuiditas tinggi cenderung menggunakan lebih sedikit utang dalam struktur modalnya. Hal ini mencerminkan kehati-hatian perusahaan Malaysia dalam mengambil utang, yang juga dipengaruhi oleh stabilitas kebijakan moneter dan akses pasar modal yang relatif baik di negara tersebut. (Deesomsak et al., 2004).

Penelitian lain oleh Salim dan Yadav (2012) menambahkan bahwa struktur modal di perusahaan Malaysia memiliki dampak negatif terhadap kinerja perusahaan, yang mengindikasikan bahwa perusahaan cenderung mengelola struktur modalnya secara konservatif untuk mengurangi risiko keuangan. Faktor risiko bisnis, ukuran perusahaan, dan profitabilitas menjadi pertimbangan utama dalam menentukan proporsi utang dan ekuitas. (Salim & Yadav, 2012).

Secara keseluruhan, struktur modal perusahaan di Malaysia mencerminkan keseimbangan antara kebutuhan pendanaan dan pengelolaan

risiko, yang dipengaruhi oleh kondisi ekonomi makro, kebijakan moneter yang stabil, serta karakteristik internal perusahaan. Pendekatan ini memungkinkan perusahaan untuk menjaga fleksibilitas keuangan sekaligus meminimalkan risiko keuangan yang mungkin timbul akibat penggunaan utang yang berlebihan.

2.5 Perbedaan Karakteristik Struktur Modal Indonesia dan Malaysia

Struktur modal merupakan aspek penting dalam pengelolaan keuangan perusahaan yang dipengaruhi oleh kondisi ekonomi makro, kebijakan pemerintah, serta karakteristik perusahaan itu sendiri. Di kawasan Asia Tenggara, khususnya Indonesia dan Malaysia, terdapat perbedaan signifikan dalam karakteristik struktur modal perusahaan manufaktur yang disebabkan oleh berbagai faktor.

Beberapa faktor yang memengaruhi struktur modal antara lain peluang pertumbuhan (*growth opportunities*), *non-debt tax shield* (NDTS), ukuran perusahaan, aset berwujud (*tangibility*), dan likuiditas. Faktor-faktor tersebut memberikan pengaruh yang berbeda terhadap keputusan struktur modal perusahaan di Indonesia dan Malaysia (Hadinugroho, Agustanto, & Harmadi, 2018). Misalnya, perusahaan dengan aset berwujud yang tinggi cenderung lebih mudah memperoleh pembiayaan melalui utang karena aset tersebut dapat dijadikan jaminan. Namun, pengaruh aset berwujud ini

berbeda antara kedua negara akibat perbedaan regulasi dan kondisi pasar modal.

Selain itu, penelitian oleh Memon, Shah, Ghumro, dan Rus (2019) menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur di Malaysia memiliki kecepatan penyesuaian struktur modal yang berbeda dibandingkan dengan perusahaan di Indonesia. Kecepatan penyesuaian ini mengacu pada kemampuan perusahaan dalam mengubah struktur modalnya agar mencapai tingkat optimal. Perusahaan di Malaysia lebih responsif terhadap perubahan kondisi pasar dan kebijakan moneter yang stabil, sehingga dapat melakukan penyesuaian struktur modal dengan lebih cepat. Sebaliknya, perusahaan di Indonesia menghadapi volatilitas ekonomi yang lebih tinggi dan keterbatasan akses pendanaan, sehingga penyesuaian struktur modalnya cenderung lebih lambat.

Perbedaan kondisi ekonomi makro dan kebijakan fiskal juga menjadi faktor utama yang memengaruhi struktur modal di kedua negara. Malaysia memiliki kebijakan moneter dan fiskal yang relatif stabil serta pasar modal yang lebih maju, sehingga perusahaan manufaktur di Malaysia memiliki akses yang lebih luas terhadap pendanaan ekuitas dan instrumen keuangan lainnya. Hal ini memungkinkan perusahaan di Malaysia untuk mengombinasikan utang dan ekuitas secara lebih seimbang dalam struktur modalnya.

Sebaliknya, perusahaan di Indonesia lebih banyak bergantung pada pembiayaan utang, terutama melalui pinjaman perbankan, karena pasar modal yang masih berkembang dan tingkat volatilitas ekonomi yang lebih tinggi. Ketergantungan pada utang ini meningkatkan risiko keuangan perusahaan, terutama saat terjadi fluktuasi suku bunga atau kondisi ekonomi yang tidak stabil.

Dengan demikian, pemahaman mengenai perbedaan karakteristik struktur modal ini sangat penting bagi manajer keuangan dan pembuat kebijakan di kedua negara. Pengetahuan tentang faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal dan pengaruh kondisi ekonomi serta kebijakan terhadap keputusan pendanaan dapat membantu dalam merancang strategi keuangan yang lebih adaptif dan efektif. Misalnya, perusahaan di Indonesia dapat mengembangkan strategi diversifikasi sumber pendanaan untuk mengurangi risiko ketergantungan pada utang, sementara perusahaan di Malaysia dapat memanfaatkan stabilitas pasar modal untuk mengoptimalkan struktur modalnya.

2.6 Manfaat Struktur Modal Indonesia dan Malaysia

Struktur modal yang diterapkan oleh perusahaan manufaktur di Indonesia dan Malaysia selama kurun waktu 2019 hingga 2023 memberikan kontribusi penting dalam mendukung strategi pertumbuhan dan keberlanjutan usaha. (Fitriana, Azizah, Santoso, & Pramono, 2025). Di

Indonesia, perusahaan manufaktur cenderung mengutamakan pendanaan melalui pinjaman sebagai sumber utama pembiayaan. (Fitriana, Azizah, Santoso, & Pramono, 2025). Pendekatan ini memungkinkan perusahaan untuk memperoleh dana tambahan secara cepat dalam rangka ekspansi usaha, peningkatan efisiensi produksi, serta optimalisasi manfaat fiskal, khususnya dalam bentuk pengurangan beban pajak dari bunga pinjaman. Namun demikian, penggunaan utang yang cukup tinggi juga meningkatkan potensi risiko keuangan, terutama ketika kondisi ekonomi tidak stabil atau terjadi kenaikan suku bunga secara signifikan. (Manurung, 2021).

Di sisi lain, perusahaan manufaktur di Malaysia lebih menerapkan pendekatan struktur modal yang lebih konservatif yang lebih rendah dan stabil. Keunggulan dari strategi ini adalah perusahaan dapat mengurangi beban finansial akibat tingginya biaya bunga utang serta memiliki fleksibilitas keuangan yang lebih baik dalam jangka panjang. (Sari & Harahap, 2009). Dengan struktur modal yang lebih seimbang, perusahaan di Malaysia dapat lebih mudah beradaptasi terhadap perubahan kondisi ekonomi tanpa mengalami tekanan keuangan yang besar. (Salam & Shourkashti, 2019). Selain itu, penggunaan utang yang lebih terkontrol meningkatkan daya tarik perusahaan bagi investor, karena risiko keuangan yang lebih rendah dibandingkan perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi. (Hartawan et al., 2021).

Secara keseluruhan, perbedaan strategi struktur modal antara Indonesia dan Malaysia mencerminkan pendekatan yang berbeda dalam

pengelolaan keuangan perusahaan berdasarkan kondisi ekonomi dan kebijakan yang berlaku di masing-masing negara. (Sahabuddin & Setiawan, 2012). Perusahaan di Indonesia mendapatkan keuntungan dari pertumbuhan yang lebih cepat melalui pendanaan utang, sementara perusahaan di Malaysia lebih menekankan stabilitas dan keberlanjutan finansial dengan mengandalkan ekuitas. Oleh karena itu, strategi struktur modal harus disesuaikan dengan karakteristik industri, regulasi, serta kondisi pasar guna mencapai keseimbangan optimal antara risiko dan keuntungan dalam pengelolaan keuangan perusahaan. (Hadinugroho, Agustanto, & Harmadi, 2018).

2.7 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Indonesia dan Malaysia

Ukuran perusahaan merupakan faktor yang berperan dalam menentukan struktur modal, baik di Indonesia maupun Malaysia. Perusahaan dengan skala yang lebih besar umumnya memiliki akses yang lebih luas terhadap sumber pendanaan, baik melalui ekuitas maupun utang. Di Indonesia, perusahaan manufaktur berskala besar cenderung lebih mudah memperoleh pinjaman dengan suku bunga yang lebih kompetitif karena dianggap memiliki stabilitas keuangan yang lebih kuat. Hal ini mengakibatkan rasio utang terhadap ekuitas (Ratio/DER) pada perusahaan besar cenderung lebih tinggi dibandingkan perusahaan kecil dan menengah,

mengingat mereka lebih berani mengambil risiko dalam penggunaan utang untuk ekspansi bisnis dan peningkatan kapasitas produksi.

Sementara itu, di Malaysia, perusahaan manufaktur dengan ukuran besar cenderung lebih berhati-hati dalam penggunaan utang dan lebih mengandalkan ekuitas sebagai sumber pendanaan utama. Hal ini tercermin dari rasio DER yang lebih rendah dibandingkan perusahaan di Indonesia selama periode 2019-2023. Perusahaan besar di Malaysia lebih mengutamakan keseimbangan keuangan jangka panjang dan berupaya mengurangi risiko keuangan yang dapat berpengaruh terhadap keberlanjutan bisnis. Dengan struktur modal yang lebih stabil, perusahaan dapat lebih mudah menyesuaikan diri terhadap perubahan kondisi ekonomi tanpa menghadapi tekanan keuangan yang besar.

Perbedaan strategi struktur modal antara perusahaan di Indonesia dan Malaysia menunjukkan adanya variasi dalam kebijakan pendanaan berdasarkan kondisi ekonomi dan strategi keuangan yang diterapkan. Perusahaan besar di Indonesia cenderung lebih agresif dalam memanfaatkan utang untuk mempercepat pertumbuhan bisnis, sedangkan perusahaan besar di Malaysia lebih menekankan pada stabilitas keuangan guna menjaga keberlanjutan usaha. Oleh karena itu, pemahaman mengenai hubungan antara ukuran perusahaan dan struktur modal menjadi aspek penting bagi pemangku kepentingan dalam merumuskan kebijakan keuangan yang sesuai dengan karakteristik industri dan kondisi ekonomi di masing-masing negara.

2.8 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu yang berkaitan dengan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia dan Malaysia adalah sebagai berikut:

No	Peneliti & Tahun	Judul Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Temuan
1	Wahyudi & Prasetyono (2016)	Pengaruh Profitabilitas dan Tangibility terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di BEI	Kuantitatif	Profitabilitas berpengaruh negatif, tangibility positif terhadap struktur modal
2	Ahmad et al. (2017)	The Determinants of Capital Structure: Evidence from Malaysian Listed Companies	Kuantitatif	Liquidity, Profitability berpengaruh negatif terhadap struktur modal
3	Darmawan, A. et al. (2021)	Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas Dan Ukuran Perusahaan, Terhadap Struktur Modal	Kuantitatif	Profitability berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal, liquidity berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal
4	Roslan & Abdullah (2019)	Firm-Specific Factors and Capital Structure Decisions: Evidence from Malaysia	Kuantitatif	Tangibility positif, growth opportunity negatif terhadap struktur modal
6	Mohd Noor et al. (2021)	Determinants of Capital Structure in Malaysian Manufacturing Firms	Kuantitatif	Growth Opportunity, Profitability berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal

7	Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004).	The determinants of capital structure: Evidence from the Asia Pacific region.	Kuantitatif	profitabilitas, pertumbuhan, struktur aset, dan likuiditas ditemukan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.
8	Rahman & Fadzil (2023)	Factors Affecting Capital Structure of Manufacturing Companies in Malaysia	Kuantitatif	Profitabilitas & liquidity negatif, tangibility positif, growth opportunity negatif terhadap struktur modal
9	Bambang Hadinugroho et al. (2018)	Determinan Struktur Modal Perusahaan di Negara-Negara Asia Tenggara	Kuantitatif	Profitabilitas, growth opportunity, dan liquidity berpengaruh negatif; tangibility berpengaruh positif terhadap struktur modal

2.9 Pengembangan Hipotesis

Struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh berbagai faktor internal dan eksternal yang berperan dalam menentukan komposisi utang dan ekuitas. Dalam konteks perusahaan manufaktur di Indonesia dan Malaysia, faktor-faktor seperti ukuran perusahaan, profitabilitas, likuiditas, aset berwujud, peluang pertumbuhan, dan usia perusahaan memiliki kontribusi signifikan dalam menentukan strategi pendanaan. Selain itu, perbedaan dalam kebijakan keuangan dan kondisi ekonomi di kedua negara berpotensi memengaruhi pola penggunaan sumber pendanaan. Oleh karena itu,

penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh berbagai faktor terhadap struktur modal serta membandingkan perbedaannya antara perusahaan manufaktur di Indonesia dan Malaysia.

1. Pengaruh Peluang Pertumbuhan (Growth Opportunity) terhadap Struktur Modal

Growth opportunity atau peluang pertumbuhan merupakan salah satu faktor penting yang dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan struktur modal perusahaan. Berdasarkan sejumlah penelitian terdahulu, diketahui bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi cenderung menghindari penggunaan pembiayaan eksternal berupa utang. Hal ini disebabkan oleh keinginan perusahaan untuk menjaga fleksibilitas dalam investasi dan menghindari risiko yang ditimbulkan dari kewajiban jangka panjang, seperti pembayaran bunga dan batasan yang melekat pada kontrak utang.

Utami dan Darmawan (2018) menemukan bahwa growth opportunity berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia. Semakin tinggi peluang pertumbuhan yang dimiliki perusahaan, maka semakin kecil kecenderungan perusahaan untuk menggunakan utang sebagai sumber pembiayaan. Temuan ini sejalan dengan teori pecking order yang menyatakan bahwa perusahaan dengan prospek pertumbuhan cenderung mengutamakan penggunaan dana internal.

Temuan serupa juga dikemukakan oleh Roslan dan Abdullah (2019), yang melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur di Malaysia. Hasilnya menunjukkan **bahwa growth opportunity berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Perusahaan dengan prospek pertumbuhan jangka panjang cenderung menggunakan pendanaan dari modal sendiri guna menghindari potensi hambatan dari pemberi pinjaman.**

Rahman dan Fadzil (2023) juga menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur di Malaysia dengan tingkat peluang pertumbuhan yang tinggi lebih memilih menggunakan pendanaan ekuitas daripada utang. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi peluang pertumbuhan, semakin rendah tingkat struktur modal berbasis utang yang digunakan.

Lebih lanjut, Mohd Noor et al. (2021) menegaskan bahwa growth opportunity memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Malaysia. Dalam penelitiannya, perusahaan yang memiliki peluang investasi besar cenderung menghindari penggunaan utang demi menjaga kontrol manajerial dan fleksibilitas finansial.

Penelitian oleh Hadinugroho et al. (2018) yang dilakukan secara lintas negara di kawasan Asia Tenggara, termasuk Indonesia dan Malaysia, juga memberikan bukti bahwa growth opportunity secara

konsisten memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Penelitian ini menggarisbawahi bahwa perusahaan dengan prospek pertumbuhan tinggi cenderung menjauhi sumber pembiayaan eksternal seperti utang, karena faktor risiko dan pembatasan yang ditimbulkan.

Dengan mempertimbangkan landasan teori dan hasil penelitian sebelumnya, maka dapat diajukan hipotesis sebagai berikut:

H1: Growth opportunity berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia dan Malaysia.

2. Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal

Likuiditas mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, yang tercermin dari rasio antara aset lancar dan kewajiban lancar. Perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi umumnya memiliki kas atau aset lancar yang memadai untuk mendanai kegiatan operasional dan investasi tanpa harus bergantung pada pendanaan eksternal. Dalam konteks teori struktur modal, hal ini sejalan dengan Pecking Order Theory yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984), yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung lebih memilih sumber pendanaan internal (seperti laba ditahan dan kas) dibandingkan dengan pendanaan eksternal seperti utang atau penerbitan saham baru

karena biaya informasi yang lebih rendah dan risiko finansial yang lebih kecil.

Sejumlah penelitian terdahulu menunjukkan adanya hubungan negatif antara likuiditas dan struktur modal. Ahmad, Abdullah, dan Roslan (2017) menemukan bahwa perusahaan publik di Malaysia dengan tingkat likuiditas tinggi cenderung memiliki rasio utang yang lebih rendah karena mereka mampu memenuhi kebutuhan pendanaan dari aset lancar yang tersedia. Hasil serupa juga ditemukan oleh Sari dan Handayani (2020) dalam konteks perusahaan manufaktur di Indonesia, yang menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, karena perusahaan yang lebih likuid memiliki kecenderungan untuk menghindari pembiayaan utang. Penelitian oleh Nugroho dan Lestari (2022) memperkuat temuan ini, dengan menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki kas cukup akan lebih memilih menggunakan dana internal dibandingkan berutang, sehingga menyebabkan leverage perusahaan lebih rendah.

Lebih lanjut, Rahman dan Fadzil (2023) dalam penelitiannya pada perusahaan manufaktur Malaysia juga menemukan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Mereka menjelaskan bahwa kemampuan perusahaan dalam mengelola aset lancar yang tinggi membuat perusahaan tidak perlu mengandalkan utang sebagai sumber

pembiayaan. Hasil yang konsisten juga ditunjukkan oleh Hadinugroho, Agustanto, dan Harmadi (2018), yang meneliti perusahaan manufaktur di berbagai negara Asia Tenggara, termasuk Indonesia dan Malaysia. Studi tersebut menunjukkan bahwa likuiditas memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap struktur modal, menandakan bahwa perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi cenderung memiliki struktur modal yang lebih konservatif dengan porsi utang yang lebih rendah.

Dengan mempertimbangkan landasan teori dan hasil penelitian sebelumnya, maka dapat diajukan hipotesis sebagai berikut:

H2: Likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia dan Malaysia.

3. Pengaruh Aset Berwujud (Tangibility) terhadap Struktur Modal

Dalam konteks struktur modal, tangibility atau kekayaan berwujud perusahaan diartikan sebagai proporsi aset tetap seperti bangunan, mesin, peralatan, dan pabrik yang dimiliki perusahaan terhadap total aset. (Frank & Goyal, 2009). Aset-aset berwujud ini memiliki peran yang signifikan dalam penentuan struktur modal, karena dapat digunakan sebagai jaminan oleh pihak kreditur dalam proses pembiayaan. (Brigham & Houston, 2014). Berdasarkan

teori Pecking Order, perusahaan memiliki kecenderungan untuk menggunakan pembiayaan internal terlebih dahulu, kemudian utang, dan terakhir menerbitkan saham baru (Myers & Majluf, 1984). Namun, ketika kebutuhan pendanaan tidak dapat dipenuhi oleh laba ditahan, perusahaan akan mempertimbangkan penggunaan utang. Dalam hal ini, keberadaan aset tetap atau tangibility berperan penting karena dapat dijadikan jaminan untuk memperoleh pinjaman dari pihak eksternal. (Frank & Goyal, 2009).

Sejumlah penelitian terdahulu menunjukkan bahwa tangibility memiliki hubungan yang positif terhadap struktur modal perusahaan. Penelitian Wahyudi dan Prasetyono (2016) menyatakan bahwa tangibility berpengaruh positif terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia, karena aset tetap memperkuat kepercayaan kreditur terhadap kemampuan perusahaan membayar kembali utangnya. Selanjutnya, Roslan dan Abdullah (2019) menemukan bahwa perusahaan manufaktur di Malaysia dengan tingkat tangibility yang tinggi cenderung memiliki rasio utang yang lebih besar. Temuan ini sejalan dengan teori bahwa aset berwujud meningkatkan kapasitas pinjaman perusahaan.

Nugroho dan Lestari (2022) juga menunjukkan bahwa tangibility memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal

perusahaan manufaktur di Indonesia. Perusahaan dengan aset tetap yang besar memiliki daya tawar lebih tinggi di mata lembaga keuangan untuk mendapatkan utang jangka panjang. Selanjutnya, hasil penelitian yang dilakukan oleh Rahman dan Fadzil (2023) pada perusahaan manufaktur di Malaysia menunjukkan bahwa tangibility memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan. Aset tetap yang dimiliki perusahaan dianggap sebagai agunan yang dapat dipercaya oleh kreditur, sehingga meningkatkan kemungkinan perusahaan memperoleh pembiayaan utang.

Sementara itu, studi yang dilakukan oleh Hadinugroho, Agustanto, dan Harmadi (2018) dalam konteks regional Asia Tenggara, termasuk Indonesia dan Malaysia, juga menunjukkan bahwa tangibility berpengaruh positif secara signifikan terhadap struktur modal. Penelitian ini menggunakan metode regresi data panel dan menemukan bahwa perusahaan dengan tingkat aset berwujud yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan sumber pendanaan berbasis utang dalam struktur permodalannya.

Dengan mempertimbangkan landasan teori dan hasil penelitian sebelumnya, maka dapat diajukan hipotesis sebagai berikut:

H3: Tangibility berpengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia dan Malaysia.

4. Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Profitabilitas merupakan salah satu indikator penting dalam menilai kinerja keuangan perusahaan, yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari kegiatan operasionalnya. Berdasarkan teori Pecking Order yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984), perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi cenderung menggunakan sumber pendanaan internal terlebih dahulu, seperti laba ditahan, dibandingkan dengan pendanaan eksternal seperti utang. Hal ini disebabkan oleh adanya keinginan perusahaan untuk menghindari biaya transaksi dan risiko asimetri informasi yang muncul dari penggunaan dana eksternal. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi umumnya memiliki tingkat utang yang lebih rendah, sehingga secara teoritis profitabilitas diprediksi memiliki hubungan negatif terhadap struktur modal.

Beberapa penelitian terdahulu mendukung asumsi tersebut. Penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Prasetyono (2016) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia. Hasil penelitian ini diperkuat oleh temuan Ahmad et al. (2017), yang mengamati perusahaan terdaftar di Bursa Malaysia dan menyimpulkan bahwa profitabilitas memiliki hubungan negatif

terhadap tingkat leverage perusahaan. Sari dan Handayani (2020) juga menemukan bahwa semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan, maka semakin rendah kecenderungan perusahaan tersebut untuk menggunakan utang dalam struktur modalnya.

Selanjutnya, Mohd Noor et al. (2021) dalam penelitiannya pada perusahaan manufaktur di Malaysia menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif secara signifikan terhadap struktur modal, yang berarti perusahaan yang lebih menguntungkan memiliki kemampuan yang lebih besar dalam membiayai operasional dan investasinya dengan dana internal. Hasil serupa diperoleh dalam penelitian oleh Hadinugroho et al. (2018), yang melakukan studi lintas negara di kawasan Asia Tenggara. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal, termasuk pada perusahaan di Indonesia dan Malaysia.

Dengan mempertimbangkan landasan teori dan hasil penelitian sebelumnya, maka dapat diajukan hipotesis sebagai berikut:

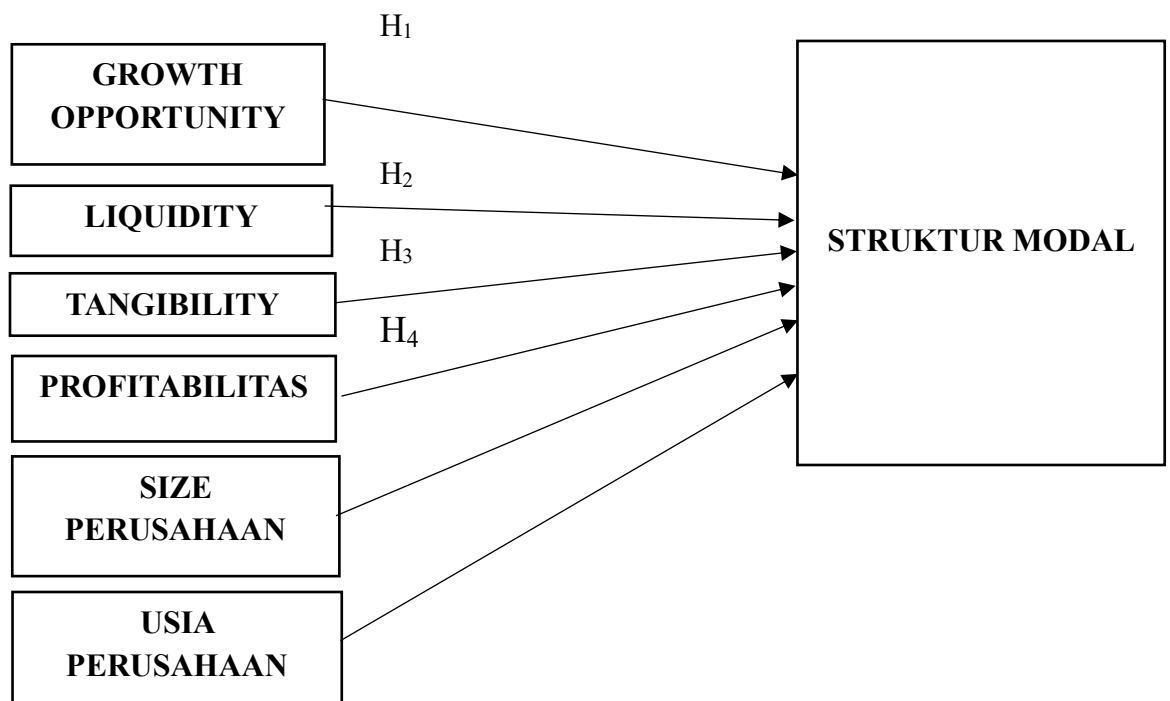
H4: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia dan Malaysia.

Hipotesis-hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian ini akan diuji menggunakan data perusahaan manufaktur di Indonesia dan Malaysia pada periode 2019-2023 guna menganalisis pola

pengaruh berbagai faktor terhadap struktur modal. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan wawasan mendalam mengenai strategi keuangan yang diterapkan oleh perusahaan di kedua negara serta faktor utama yang menentukan keputusan struktur modal dalam industri manufaktur.

2.10 Kerangka Penelitian

Terdapat dua jenis variable yaitu variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen berupa struktur modal dan variabel independen berupa Profitabilitas, *Growth Opportunity*, *Liquidity*, *Tangibility*, *Size* Perusahaan, dan Usia Perusahaan. Hubungan-hubungan tersebut dapat dilihat sebagai berikut:



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 POPULASI DAN SAMPEL

Penelitian ini berfokus pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di database Osiris, Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Bursa Malaysia (BM) selama periode 2019 - 2023 sebagai populasi penelitian. Sektor manufaktur dipilih karena perannya yang signifikan dalam perekonomian kedua negara serta kecenderungannya dalam mengoptimalkan struktur modal. Sampel dalam penelitian ini ditentukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel berdasarkan kriteria tertentu. Adapun kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel meliputi:

1. Berasal dari sektor manufaktur dan tidak termasuk sektor keuangan.
2. Perusahaan manufaktur yang berada di negara Indonesia dan Malaysia.
3. Perusahaan manufaktur consumer staples yang terdaftar di database Osiris, Bursa Eek Indonseisa, dan Bursa Malaysia selama periode 2019 – 2023.
4. Memiliki data rasio keuangan yang relevan selama periode 2019 – 2023.

Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh total sampel sebanyak 200 perusahaan manufaktur, yang terdiri dari 100 perusahaan manufaktur di

Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan database osiris, dan 100 perusahaan manufaktur di Malaysia yang terdaftar di Bursa Malaysia (BM) dan database osiris. Pemilihan jumlah sampel yang seimbang antara Indonesia dan Malaysia dimaksudkan untuk menjaga validitas perbandingan serta memberikan gambaran yang representatif mengenai struktur modal perusahaan manufaktur di masing-masing negara selama periode penelitian tahun 2019 hingga tahun 2023.

3.2 JENIS DATA DAN SUMBER DATA

Penelitian ini menggunakan data sebagai berikut :

1. Data Kuantitatif bertujuan untuk menguji pengaruh variabel-variabel tertentu (seperti profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, dan pertumbuhan aset) terhadap struktur modal perusahaan, yang seluruhnya dinyatakan dalam bentuk angka dan dapat diolah secara statistik.
2. Data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di atabase keuangan internasional, seperti Osiris (osiris.bvdinfo.com), serta situs resmi perusahaan dan publikasi yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Bursa Malaysia (BM).
3. Data Panel data yang dikumpulkan memiliki dimensi **time series** (berdasarkan waktu, misalnya tahun 2019-2023) dan **cross section** (berdasarkan banyaknya perusahaan dalam satu waktu).

3.3 VARIABEL PENELITIAN

Penelitian ini terdiri dari tiga jenis variabel utama, diantaranya:

1. Variabel terikat atau *variabel dependen* (Y) dalam penelitian ini adalah struktur modal.
2. Variabel bebas atau *variabel independen* (X) dalam penelitian ini meliputi profitabilitas, growth opportunity, likuiditas, dan tangibility.
3. Variabel control yang digunakan dalam penelitian ini adalah usia perusahaan dan ukuran Perusahaan.

3.3.1 Variabel Terikat atau Dependen (Y)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal, yang merujuk pada perbandingan antara penggunaan utang dan ekuitas dalam pendanaan perusahaan. Struktur modal umumnya diukur Debt to Asset Ratio (DAR), yang masing-masing menggambarkan proporsi utang terhadap ekuitas dan total aset perusahaan. Debt to Asset Ratio (DAR) dihitung menggunakan rumus berikut (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2022):

$$DAR = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}}$$

Oleh karena itu, perusahaan di kedua negara perlu mempertimbangkan faktor internal dan eksternal dalam menentukan

komposisi pendanaan yang paling sesuai agar dapat mencapai kinerja keuangan yang berkelanjutan (Rahman & Iskandar, 2023).

3.3.2 Variabel Bebas atau Independen (X)

Variabel independent yang digunakan dalam penelitian ini, antara lain:

1. Profitabilitas atau Return of Aset (ROA)

Profitabilitas merupakan aspek penting dalam menentukan keputusan struktur modal suatu perusahaan. Dalam penelitian ini, profitabilitas diukur menggunakan Return on Assets (ROA), yaitu rasio yang menunjukkan tingkat efisiensi perusahaan dalam menghasilkan laba dari total aset yang dimilikinya.

ROA diperoleh dengan membagi laba setelah pajak atau Earnings After Tax (EAT) dengan total aset, yang mencerminkan sejauh mana perusahaan mampu mengonversi asetnya menjadi keuntungan. Rumus yang digunakan untuk menghitung ROA adalah sebagai berikut:

$$ROA = \frac{EAT}{Total\ Assets}$$

Nilai ROA yang lebih tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mampu mengelola asetnya dengan lebih efisien untuk menghasilkan laba. Studi yang dilakukan oleh Rahayu dan Susanto

(2022) mengungkapkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan, terutama pada perusahaan di negara berkembang seperti Indonesia dan Malaysia.

Selain itu, penelitian Kusumawardhani et al. (2023) menemukan bahwa ROA memiliki hubungan negatif dengan tingkat utang perusahaan, yang berarti perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang lebih tinggi cenderung mengurangi penggunaan utang dalam struktur modalnya.

2. Growth Opportunity

Peluang pertumbuhan (growth opportunity) merupakan faktor penting yang dapat memengaruhi keputusan struktur modal suatu perusahaan. Perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih mengutamakan pendanaan internal guna mengurangi risiko keuangan serta mempertahankan fleksibilitas operasionalnya. (Myers, 2022).

Salah satu indikator yang umum digunakan untuk mengukur peluang pertumbuhan adalah rasio Market to Book Value (M/B Value), yang membandingkan nilai pasar ekuitas dengan nilai buku ekuitas suatu perusahaan. Rasio ini mencerminkan tingkat kepercayaan pasar terhadap potensi

pertumbuhan perusahaan di masa mendatang. Adapun rumus untuk mengukur growth opportunity berdasarkan M/B Value adalah sebagai berikut:

$$\text{Growth Opportunity} = \frac{\text{Market Value of Equity}}{\text{Book Value of Equity}}$$

Perusahaan yang memiliki rasio M/B Value tinggi menunjukkan bahwa pasar memiliki ekspektasi positif terhadap potensi pertumbuhannya. Oleh karena itu, perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi cenderung lebih berhati-hati dalam menggunakan utang, guna menghindari peningkatan risiko keuangan yang berlebihan. (Baker & Wurgler, 2023).

Penelitian yang dilakukan oleh Setiawan dan Lestari (2022) menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia dan Malaysia dengan tingkat growth opportunity yang lebih tinggi cenderung memiliki struktur modal yang lebih konservatif, dengan proporsi pendanaan ekuitas yang lebih besar dibandingkan utang.

Hasil penelitian ini selaras dengan teori pecking order, yang mengemukakan bahwa perusahaan cenderung mengutamakan pendanaan dari sumber internal sebelum beralih ke utang eksternal. (Fama & French, 2021).

3. Liquidity

Likuiditas merupakan salah satu aspek fundamental dalam menentukan struktur modal suatu perusahaan. Likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aset lancar yang tersedia (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2022). Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi umumnya memiliki fleksibilitas keuangan yang lebih besar, sehingga lebih cenderung menggunakan pendanaan internal daripada bergantung pada utang eksternal. (Myers, 2022).

Hal ini sejalan dengan teori pecking order, yang menjelaskan bahwa perusahaan lebih memilih pendanaan dari laba ditahan sebelum menggunakan utang atau menerbitkan saham baru (Fama & French, 2021). Dalam penelitian ini, likuiditas diukur dengan Current Ratio (CR), yaitu rasio yang menunjukkan kemampuan aset lancar perusahaan dalam menutupi kewajiban jangka pendeknya. Adapun rumus yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Total Aset Lancar}}{\text{Total Liabilitas Lancar}}$$

Penelitian yang dilakukan oleh Wijaya dan Lestari (2023) mengungkapkan bahwa perusahaan di Indonesia dan Malaysia dengan tingkat likuiditas yang tinggi cenderung memiliki proporsi utang yang lebih rendah dalam struktur modalnya. Hal ini

menunjukkan bahwa perusahaan dengan aset likuid yang besar lebih memilih untuk menggunakan dana internal dalam pembiayaan operasionalnya daripada mengandalkan utang eksternal.

Temuan ini didukung oleh hasil penelitian Setiawan (2021), yang menemukan bahwa likuiditas memiliki hubungan negatif dengan tingkat leverage perusahaan. Dengan demikian, perusahaan dengan likuiditas yang tinggi cenderung mengurangi ketergantungan pada utang eksternal, yang berkontribusi pada struktur modal yang lebih konservatif.

4. Tangibility

Tangibility atau aset berwujud berperan dalam menentukan struktur modal perusahaan, di mana perusahaan dengan proporsi aset berwujud yang tinggi lebih mudah memperoleh pembiayaan eksternal karena aset tersebut dapat dijadikan jaminan (Titman & Wessels, 2022). Sesuai dengan pecking order, perusahaan dengan aset berwujud cenderung memiliki tingkat utang yang lebih tinggi karena risiko kebangkrutan yang lebih rendah (Frank & Goyal, 2021). Tangibility diukur menggunakan rasio total aset tetap terhadap total aset perusahaan, dengan rumus:

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

Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia dan Malaysia dengan aset tetap yang besar cenderung memiliki struktur modal dengan leverage yang lebih tinggi (Prasetyo & Handayani, 2023; Rahman et al., 2022). Hal ini menunjukkan bahwa Tangibility menjadi faktor penting dalam keputusan pendanaan perusahaan.

5. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menggambarkan kapasitas aset serta daya saing dalam memperoleh pendanaan. Perusahaan yang memiliki ukuran lebih besar umumnya dapat mengakses pasar modal dengan lebih mudah dan memperoleh pendanaan eksternal dengan biaya yang lebih rendah (Myers, 2021). Ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan logaritma natural dari total aset, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \ln(\text{Total Aset})$$

6. Usia Perusahaan

Usia perusahaan mencerminkan tingkat pengalaman serta stabilitas operasional dalam industri. Perusahaan yang telah beroperasi lebih lama cenderung memiliki akses yang lebih mudah terhadap sumber pendanaan eksternal serta kebijakan struktur modal yang lebih stabil dibandingkan dengan perusahaan yang

lebih muda (Rajan & Zingales, 2022). Usia perusahaan dihitung berdasarkan selisih antara tahun penelitian dan tahun berdirinya perusahaan, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \ln(\text{Jumlah tahun dimulainya usaha})$$

3.3.3 Variabel Control

Dalam penelitian ini menggunakan variabel control, antara lain:

1) Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menggambarkan kapasitas aset serta daya saing dalam memperoleh pendanaan. Perusahaan yang memiliki ukuran lebih besar umumnya dapat mengakses pasar modal dengan lebih mudah dan memperoleh pendanaan eksternal dengan biaya yang lebih rendah (Myers, 2021). Ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan logaritma natural dari total aset, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \ln(\text{Total Aset})$$

2) Usia Perusahaan

Usia perusahaan mencerminkan tingkat pengalaman serta stabilitas operasional dalam industri. Perusahaan yang telah beroperasi lebih lama cenderung memiliki akses yang lebih mudah

terhadap sumber pendanaan eksternal serta kebijakan struktur modal yang lebih stabil dibandingkan dengan perusahaan yang lebih muda (Rajan & Zingales, 2022). Usia perusahaan dihitung berdasarkan selisih antara tahun penelitian dan tahun berdirinya perusahaan, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \ln(\text{Jumlah tahun dimulainya usaha})$$

3.4 METODE ANALISIS DATA

3.4.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif berfungsi untuk memberikan ringkasan atau gambaran umum mengenai data yang digunakan dalam penelitian. Teknik ini mencakup perhitungan nilai rata-rata (mean), standar deviasi, nilai minimum, dan maksimum dari masing-masing variabel penelitian. Dengan menggunakan statistik deskriptif, peneliti dapat memahami pola distribusi data serta karakteristik dasar sebelum melakukan analisis yang lebih kompleks. (Gujarati & Porter, 2021).

Selain itu, analisis statistik deskriptif juga membantu dalam mengidentifikasi adanya kemungkinan anomali atau pencilan (outliers) dalam data yang dapat mempengaruhi hasil penelitian. Informasi yang diperoleh dari analisis ini menjadi dasar dalam menentukan langkah selanjutnya dalam pemrosesan data, seperti uji asumsi klasik atau pemilihan metode analisis yang sesuai. Dengan demikian, statistik

deskriptif merupakan tahapan awal yang penting dalam penelitian kuantitatif untuk memastikan validitas dan reliabilitas data yang digunakan.

3.4.2 Uji Asumsi Klasik

Agar model regresi yang digunakan dalam penelitian memenuhi kriteria Best Linear Unbiased Estimator (BLUE), diperlukan pengujian asumsi klasik. Pengujian ini bertujuan untuk memastikan bahwa model regresi yang digunakan tidak mengalami pelanggaran asumsi dasar yang dapat menyebabkan hasil estimasi menjadi bias atau tidak valid. Uji asumsi klasik terdiri dari beberapa tahapan, yaitu:

1. Uji Multikolinearitas dilakukan untuk mengidentifikasi apakah terdapat hubungan linear yang kuat antar variabel independen dalam model regresi. Pengujian ini dilakukan dengan menganalisis korelasi Pearson antar variabel independen. Jika nilai korelasi Pearson antar variabel lebih dari 0,8, maka hal ini mengindikasikan adanya multikolinearitas yang signifikan. Sebaliknya, apabila nilai korelasi antar variabel independen kurang dari atau sama dengan 0,8, maka tidak terdapat masalah multikolinearitas dalam model tersebut. (Gujarati & Porter, 2021).
2. Uji heteroskedastisitas merupakan salah satu uji asumsi klasik dalam regresi yang bertujuan untuk mendeteksi adanya ketidakkonsistenan

varians dari nilai galat (residual) pada masing-masing observasi. Ketika varians residual tidak seragam atau berubah-ubah di antara observasi, maka model dikatakan mengalami heteroskedastisitas.

Kondisi ini dapat memengaruhi efisiensi estimasi parameter, sehingga interpretasi hasil menjadi kurang akurat. Sebaliknya, apabila varians residual bersifat konstan atau homogen (homoskedastisitas), maka model regresi dianggap telah memenuhi salah satu prasyarat penting dalam analisis data panel. (Gujarati & Porter, 2012; Hair et al., 2019).

Hal ini juga diperkuat oleh temuan Prasetyo dan Lestari (2021), yang menunjukkan bahwa keberadaan heteroskedastisitas dapat menyebabkan ketidakakuratan dalam estimasi parameter regresi, khususnya pada penelitian berbasis data panel. Pengujian ini dapat dilakukan dengan metode Glejser atau White test. (Widarjono, 2020).

3.4.3 Penentuan Model Estimasi Regresi Data Panel

Penentuan model estimasi pada regresi data panel merupakan proses krusial dalam penelitian kuantitatif yang menggunakan data gabungan dari waktu (time series) dan individu (cross section). Model ini memungkinkan analisis yang lebih komprehensif karena

mempertimbangkan dinamika waktu serta karakteristik masing-masing entitas secara bersamaan. (Baltagi, 2021).

Dalam analisis data panel, terdapat tiga pendekatan utama yang umum digunakan, yaitu pooled least square (pooled model), fixed effect model (FEM), dan random effect model (REM).

1) Pooled Model

Pooled model mengasumsikan bahwa tidak ada perbedaan karakteristik antar individu maupun waktu, sehingga semua data digabung dan dianalisis menggunakan metode Ordinary Least Square (OLS). Namun, model ini tidak mempertimbangkan heterogenitas, sehingga diperlukan uji kelayakan model sebelum digunakan. (Ghozali, 2021).

2) Fixed Effect Model (FEM)

FEM digunakan ketika terdapat asumsi bahwa karakteristik khusus tiap individu dapat memengaruhi variabel dependen dan tetap konstan sepanjang periode waktu. Model ini mengakomodasi perbedaan antar unit melalui efek tetap. Untuk mengetahui apakah model FEM lebih tepat dibandingkan pooled model, digunakan uji Chow. (Gujarati & Porter, 2009).

3) Random Effect Model (REM)

REM mengasumsikan bahwa perbedaan antar entitas bersifat acak dan tidak berkorelasi dengan variabel independen. Model ini lebih efisien jika asumsi tersebut terpenuhi. Pemilihan antara REM dan FEM dilakukan dengan menggunakan uji Hausman. (Baltagi, 2021).

3.4.4 Pemilihan Regresi Data Panel

Penentuan model regresi data panel dilakukan melalui beberapa tahapan uji untuk memastikan model yang digunakan sesuai dengan karakteristik data dan memberikan hasil estimasi yang efisien dan tidak bias. Tahapan yang umum digunakan mencakup uji Chow, uji Hausman, dan uji Lagrange Multiplier (LM).

1) Uji Chow

Uji Chow dilakukan untuk membandingkan antara pooled least square (pooled model) dan fixed effect model. Jika nilai probabilitas (p-value) yang dihasilkan lebih kecil dari tingkat signifikansi 5% ($p < 0,05$), maka model fixed effect lebih layak digunakan dibandingkan pooled model. (Ghozali, 2021).

2) Uji Hausman

Jika hasil uji Chow menunjukkan bahwa model fixed effect lebih sesuai, maka dilakukan uji Hausman untuk membandingkan fixed effect model dengan random effect model. Model fixed effect dipilih apabila nilai $p < 0,05$, yang mengindikasikan adanya

korelasi antara efek individual dengan variabel independen dalam model. (Baltagi, 2021).

3) Uji Lagrange Multiplier (LM)

Dilakukan uji Lagrange Multiplier (LM) guna membandingkan random effect model dengan pooled model. Apabila nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05, maka model random effect dipilih karena dianggap lebih sesuai dengan data yang digunakan. (Gujarati & Porter, 2009).

3.4.5 Hasil Pemilihan Model Regresi Data Panel

Berikut adalah hasil pemilihan regresi data panel setelah melakukan uji *chow*, uji *hausman*, dan uji LM:

$$DAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 GO_{it} + \beta_2 LQ_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 UkP + \beta_6 UsP + \beta_7 DUMMY_{it} + e_{it}$$

Model di atas merupakan model regresi panel yang digunakan untuk mengukur pengaruh variabel-variabel fundamental perusahaan terhadap struktur modal yang diproksikan dengan rasio Debt to Asset. Model ini digunakan karena data yang dianalisis terdiri dari beberapa entitas (perusahaan) selama beberapa periode waktu (time series), sehingga sesuai dengan pendekatan data panel (Gujarati & Porter, 2009).

Variabel Independen dan Dasar Teoritisnya

- **Growth Opportunity**

Growth opportunity atau peluang pertumbuhan diukur sebagai indikator kemampuan perusahaan untuk berkembang. Menurut Myers (1977), perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi cenderung menghindari pembiayaan utang karena risiko overinvestment dan fleksibilitas finansial yang dibutuhkan.

- **Liquidity**

Likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Titman dan Wessels (1988) menyatakan bahwa perusahaan yang lebih likuid cenderung menggunakan lebih sedikit utang karena memiliki dana internal yang memadai.

- **Tangibility**

Tangibility (aset berwujud) mengacu pada seberapa besar proporsi aset tetap perusahaan yang dapat dijadikan jaminan. Berdasarkan teori pecking order dan trade-off, perusahaan dengan aset berwujud yang besar cenderung memiliki akses lebih mudah ke utang (Rajan & Zingales, 1995).

- **ROA (Profitabilitas)**

ROA menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari total aset yang dimilikinya. Menurut Myers dan Majluf (1984), perusahaan yang lebih menguntungkan cenderung menggunakan pembiayaan internal daripada utang.

- **Ukuran Perusahaan (Firm Size)**

Ukuran perusahaan menunjukkan skala operasi dan kemampuan dalam mengakses pasar keuangan. Rajan dan Zingales (1995) menyebutkan bahwa perusahaan besar cenderung memiliki leverage yang lebih tinggi karena diversifikasi risiko dan kredibilitas di pasar modal.

- **Usia Perusahaan (Firm Age)**

Usia perusahaan mencerminkan pengalaman dan stabilitas perusahaan. Perusahaan yang lebih tua dianggap lebih stabil dan mungkin memiliki reputasi yang lebih baik, sehingga berpengaruh terhadap keputusan pendanaan (Frank & Goyal, 2003).

- **Dummy Variabel**

Variabel dummy ditambahkan untuk mengontrol pengaruh tetap dari periode tertentu atau karakteristik sektoral yang tidak terobservasi secara langsung.

3.4.6 Uji Hipotesis

Dalam penelitian ini, uji hipotesis digunakan untuk mengidentifikasi hubungan antara variabel independen dan struktur modal. Uji ini bertujuan untuk mengetahui apakah variabel independen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen, baik secara individual maupun simultan. Terdapat tiga metode utama yang digunakan dalam pengujian hipotesis, yaitu:

1. Uji t digunakan untuk menguji signifikansi pengaruh setiap variabel independen terhadap variabel dependen secara individual pada model panel terpilih (Fixed Effect atau Random Effect). Pengambilan keputusan didasarkan pada nilai probabilitas (p-value), yaitu apabila nilai $p < 0,05$, maka variabel tersebut dinyatakan berpengaruh signifikan; sebaliknya, jika nilai $p \geq 0,05$, maka tidak terdapat pengaruh signifikan. (Gujarati & Porter, 2009; Ghozali, 2021).
2. Uji F (Simultan) dilakukan untuk mengetahui apakah seluruh variabel independen secara bersama-sama memengaruhi variabel dependen dalam model regresi panel. Hasil uji dianggap signifikan jika nilai $p < 0,05$, yang menunjukkan bahwa model secara simultan memengaruhi variabel dependen. Jika $p \geq 0,05$, maka model tidak signifikan secara simultan. (Baltagi, 2008; Zainudin et al., 2021).
3. Koefisien determinasi (R^2) menunjukkan seberapa besar proporsi variasi dalam variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen dalam model. Nilai R^2 yang tinggi mendekati 1 mengindikasikan bahwa model memiliki daya jelaskan yang baik, sedangkan nilai yang rendah menunjukkan kelemahan model dalam menjelaskan variasi data. (Arellano, 2003; Rahman et al., 2023).

Penggunaan metode uji hipotesis ini penting dalam memastikan validitas dan reliabilitas hasil penelitian. Dengan menerapkan uji t, uji F, dan analisis koefisien determinasi, penelitian

ini dapat memberikan kesimpulan yang lebih akurat mengenai faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal perusahaan di Indonesia dan Malaysia pada periode 2019-2023.

BAB VI

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 GAMBARAN UMUM

Penelitian ini berfokus pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Database Osiris, Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Bursa Malaysia (BM) selama periode 2019-2023. Sampel penelitian diperoleh melalui metode purposive sampling, yaitu teknik pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu yang telah ditetapkan agar sesuai dengan tujuan penelitian. Berdasarkan metode ini, diperoleh sejumlah perusahaan manufaktur yang memenuhi kriteria sebagai objek penelitian.

Penelitian ini melibatkan dua jenis variabel, yaitu variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal, yang diukur menggunakan rasio Ratio (DER) dan Debt to Asset Ratio (DAR). Sementara itu, variabel independen yang digunakan mencakup peluang pertumbuhan (growth opportunity), liquidity, aset berwujud (tangibility), profitabilitas, ukuran perusahaan (firm size), dan usia Perusahaan.

Data penelitian diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang tersedia pada situs resmi Database Osiris (<https://osiris.bvdinfo.com>), Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dan Bursa Malaysia (www.bursamalaysia.com) selama periode 2019-2023. Informasi terkait, profitabilitas, growth opportunity, liquidity, tangibility, ukuran perusahaan, serta usia perusahaan dikumpulkan dari laporan keuangan yang telah diaudit guna memastikan keakuratan dan keandalan data yang digunakan dalam penelitian ini.

4.2 ANALISIS STATISTIK DESKRIPTIF

Analisis statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran awal mengenai karakteristik data penelitian. Ukuran statistik yang digunakan meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata (mean), dan standar deviasi dari masing-masing variabel (Ghozali, 2018). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal yang diukur dengan debt to asset ratio (DAR), yaitu perbandingan antara total utang dan total asset. (Brigham & Houston, 2014).

Variabel independen terdiri dari growth opportunity (market to book value), likuiditas (current ratio), tangibility (aset tetap terhadap total aset), dan profitabilitas (return on assets/ROA) (Ross et al., 2016; Gitman & Zutter, 2015). Selain itu, penelitian ini juga menggunakan dua variabel kontrol, yaitu ukuran perusahaan (log total aset) dan usia perusahaan

(jumlah tahun sejak didirikan). (Gujarati & Porter, 2012; Frank & Goyal, 2009).

Tabel 4. 1 Hasil uji Analisis Statistik Deskriptif

MALAYSIA							
	DAR	GROWTH	LIQUIDITY	TANGIBILITY	ROA	SIZE	USIA
Minimum	0.014300	0.001500	0.345200	0.025200	-0.089400	9.028600	0.693100
Maximum	0.928200	24.62800	50.50000	0.936600	0.562600	15.79850	6.918700
Mean	0.352428	0.612135	4.421642	0.594325	0.099034	12.30624	3.275689
Median	0.320300	0.144350	2.079500	0.610950	0.075600	12.13870	3.295800
Std. Dev.	0.209194	2.060046	7.236660	0.188656	0.091663	1.412609	0.840021

INDONESIA							
	DAR	GROWTH	LIQUIDITY	TANGIBILITY	ROA	SIZE	USIA
Minimum	0.093200	0.001400	0.026500	0.026700	0.000300	7.022100	0.693100
Maximum	40.73580	203.1677	9.954200	29.63920	0.251000	16.30900	4.700500
Mean	0.894760	1.359503	2.061890	0.977033	0.021428	12.34818	3.348360
Median	0.535400	0.192400	1.536700	0.583800	0.015700	12.37560	3.401200
Std. Dev.	2.660610	11.50955	1.709902	2.154008	0.021432	1.639494	0.675026

Sumber: Output EViews 12 (diolah), 2025

Berdasarkan table di atas menunjukkan terdapat perbedaan mencolok antara struktur keuangan perusahaan di Indonesia dan Malaysia.

Pada variabel *Debt to Asset Ratio (DAR)*, perusahaan Indonesia memiliki nilai rata-rata sebesar 0,8948, lebih tinggi dibandingkan Malaysia yang memiliki nilai rata-rata 0,3524. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia cenderung menggunakan utang dalam proporsi yang lebih besar untuk mendanai asetnya, dengan tingkat variasi yang juga lebih tinggi sebagaimana tercermin dari standar deviasi sebesar 2,6682 dibandingkan 0,2147 di Malaysia. Temuan ini sejalan dengan penelitian oleh Rahman et al. (2023), yang menyatakan bahwa struktur modal perusahaan di negara berkembang seperti Indonesia cenderung lebih leverage-intensive dibandingkan negara tetangga.

Sementara itu, pada variabel *profitabilitas (ROA)*, perusahaan Malaysia menunjukkan kinerja yang lebih baik dengan rata-rata sebesar 0,0990, lebih tinggi daripada perusahaan di Indonesia yang mencatatkan nilai 0,0214. Hal ini menandakan bahwa efisiensi operasional dan kemampuan menghasilkan laba terhadap aset lebih unggul di Malaysia. Begitu pula pada variabel *likuiditas*, Malaysia memiliki rata-rata sebesar 4,4278, sedangkan Indonesia hanya 2,0617, mencerminkan bahwa perusahaan Malaysia memiliki kemampuan yang lebih baik dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Penemuan ini mendukung studi oleh Zainudin et al. (2021), yang menyatakan bahwa tingkat *likuiditas* dan *profitabilitas* memengaruhi keputusan struktur modal secara berbeda di setiap negara.

Untuk variabel *tangibility*, perusahaan Indonesia memiliki rata-rata sebesar 0,9772, menunjukkan bahwa aset perusahaan mayoritas terdiri dari aset tetap. Sebaliknya, perusahaan Malaysia memiliki nilai *tangibility* yang lebih rendah sebesar 0,5948, yang mengindikasikan struktur aset yang lebih fleksibel. Variabel ukuran perusahaan (*size*) dan usia perusahaan menunjukkan hasil yang relatif serupa antara kedua negara. Rata-rata ukuran perusahaan di Indonesia adalah 12,3539, sedikit lebih tinggi dibandingkan Malaysia yaitu 12,3186. Usia perusahaan juga tidak berbeda jauh, dengan rata-rata Indonesia sebesar 3,3376 dan Malaysia 3,2785. Hasil ini mengindikasikan bahwa skala dan umur perusahaan di kedua negara berada pada tingkat yang sebanding.

4.3 HASIL DAN PEMBAHASAN NEGARA MALAYSIA

4.3.1 Hasil Uji *Multikolinearitas* Malaysia

Uji *multikolinearitas* dalam penelitian ini dilakukan menggunakan *Korelasi Pearson* guna mendeteksi hubungan linier antar variabel independen. Hasil analisis menunjukkan bahwa seluruh nilai korelasi antar variabel berada di bawah 0,80, sehingga tidak ditemukan gejala *multikolinearitas* yang serius. Sesuai dengan penelitian Gujarati dan Porter (2009) serta Ghazali (2021), nilai korelasi di bawah 0,80 menandakan bahwa variabel bebas tidak saling memengaruhi secara signifikan dan model regresi layak untuk digunakan. Penemuan ini sejalan dengan studi

Zainudin et al. (2021) dan Rahman et al. (2023), yang menegaskan bahwa di negara berkembang seperti Malaysia, struktur keuangan perusahaan cenderung bebas dari korelasi tinggi antar variabel, sehingga estimasi regresi tetap efisien dan tidak bias.

Tabel 4. 2 Hasil uji Multikolinearitas Malaysia, Indonesia, dan Dua Negara

NEGARA		VARIABEL					
		Growth Opportunity	Liquidity	Tangibility	ROA	Size	Usia
MALAYSIA	Growth Opportunity	-					
	Liquidity	-0.051282	-				
	Tangibility	-0.122544	0.060506	-			
	ROA	0.223190	0.133135	-0.335627	-		
	Size	-0.072085	0.207273	0.311389	0.031204	-	
	Usia	0.000959	0.073701	0.231832	0.096260	0.338836	-
INDONESIA	Growth Opportunity	-					
	Liquidity	-0.039648	-				
	Tangibility	-0.013629	0.160920	-			
	ROA	-0.021387	0.803920	-0.132673	-		
	Size	-0.075752	0.044267	-0.258584	0.055441	-	
	Usia	-0.026998	0.053009	-0.021580	0.025712	0.333186	-
MALAYSIA dan INDONESIA	Growth Opportunity	-					
	Liquidity	-0.026897	-				
	Tangibility	-0.009663	-0.066023	-			
	ROA	0.006303	0.002423	-0.034358	-		
	Size	-0.063897	0.132834	-0.170159	0.095418	-	
	Usia	-0.014135	0.059786	0.008887	0.055280	0.330571	-

Sumber: Output EViews 12 (diolah), 2025

Berdasarkan hasil pengujian multikolinearitas menggunakan metode *Korelasi Pearson*, diketahui bahwa semua nilai korelasi antar variabel independen pada data Malaysia berada di bawah angka 0,80. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan yang terlalu kuat antar variabel bebas dalam model, sehingga tidak ada masalah *multikolinearitas* yang serius. Dengan demikian, seluruh variabel dalam model dapat digunakan untuk analisis lebih lanjut tanpa menyebabkan gangguan pada hasil estimasi.

Penelitian ini sejalan dengan pendapat Gujarati dan Porter (2009), yang menyatakan bahwa korelasi antar variabel independen di bawah 0,80 menunjukkan tidak adanya *multikolinearitas* yang mengganggu. Ghozali (2021) juga menjelaskan bahwa uji *Korelasi Pearson* dapat digunakan sebagai langkah awal untuk mendeteksi potensi korelasi tinggi antar variabel bebas. Temuan ini didukung oleh penelitian Zainudin et al. (2021) dan Rahman et al. (2023), yang menyatakan bahwa pada negara berkembang seperti Malaysia, variabel keuangan perusahaan umumnya tidak saling berkorelasi kuat, sehingga aman digunakan dalam model regresi data panel.

4.3.2 Hasil Uji *Heteroskedastisitas* Malaysia

Hasil uji *heteroskedastisitas* menggunakan metode *Glejser* pada model *Fixed Effect* menunjukkan bahwa semua variabel bebas tidak mengalami *heteroskedastisitas* (nilai signifikansi $> 0,05$). Artinya,

kesalahan atau selisih antara nilai prediksi dan nilai sebenarnya memiliki penyebaran yang sama di seluruh data, sehingga hasil estimasi dapat dipercaya dan efisien. (Widarjono, 2018; Mariska dkk., 2016). *Model Fixed Effect* yang digunakan mampu menangani perbedaan karakteristik tiap individu dalam data, sehingga hasil analisis lebih akurat dan sesuai dengan kondisi sebenarnya (Wahidah dkk., 2018). Dengan asumsi *heteroskedastisitas* terpenuhi, pengujian statistik seperti uji t dan uji F dapat dilakukan dengan valid.

4.3.3 Estimasi Model Regresi Data Panel Malaysia

Uji pemilihan model dilakukan untuk menentukan model yang paling sesuai di antara tiga pendekatan, yaitu *pooled model*, *fixed effect model*, dan *random effect model*.

1) *Pooled Data Model Malaysia*

Model regresi Pooled Ordinary Least Squares (Pooled OLS) diterapkan sebagai langkah awal dalam analisis regresi data panel perusahaan manufaktur di Malaysia. Model ini mengasumsikan bahwa tidak terdapat perbedaan efek individu antar entitas maupun antar waktu, sehingga data dari seluruh perusahaan dan periode digabungkan menjadi satu kesatuan model tanpa membedakan karakteristik masing-masing (Gujarati & Porter, 2012).

Hasil estimasi dari model Pooled OLS tersebut kemudian disajikan pada Tabel 4.3, yang menunjukkan pengaruh masing-

masing variabel independen terhadap Debt to Asset Ratio (DAR) sebagai proksi dari struktur modal perusahaan. Pada tabel tersebut menunjukkan bahwa variabel profitabilitas (ROA) tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Malaysia. Hal ini ditunjukkan oleh nilai signifikansi sebesar 0.5204, yang lebih besar dari batas signifikansi 0,05.

Tabel 4. 3 Hasil Uji Pooled Model dengan Variabel
Dependen Debt to Asset

<i>Pooled Model Malaysia</i>			
	Coeffisient (std.error)	t- statistic	Prob.
<i>Growth</i>	0.015320	3.540779	0.0005
<i>Opportunnity</i>	(0.004327)		
<i>Liquidity</i>	-0.233332	-4.44440	0.0000
	(0.052500)		
<i>Tangibility</i>	-0.013972	-11.28373	0.0000
	(0.001238)		
<i>Roa</i>	0.067699	0.643464	0.5204
	(0.105210)		
<i>Size</i>	0.045054	6.556310	0.0000
	(0.006872)		
Usia	-0.027432	-2.440505	0.0152
	(0.011240)		
Total Panel (Unbalanced) Observations	350	350	350
R ²	0.412588		
F-statistic	40.15293		
Prob.(F- statistic)	0.000000		

Sumber: Output EViews 12 (diolah), 2025

Secara teori, perusahaan yang lebih menguntungkan cenderung menggunakan laba internal untuk pembiayaan, sehingga ketergantungan pada utang akan menurun. (Myers & Majluf, 1984). Namun, hasil penelitian ini tidak mendukung teori tersebut. Kemungkinan besar, perusahaan-perusahaan di Malaysia memiliki strategi pembiayaan yang bervariasi dan tidak semata-mata dipengaruhi oleh tingkat profitabilitas.

Temuan ini sejalan dengan penelitian Zainudin et al. (2021) dan Rahman et al. (2023), yang menyatakan bahwa pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal bersifat kontekstual dan dapat berbeda antar negara, tergantung pada kondisi pasar dan kebijakan keuangan masing-masing.

2) *Fixed Effect Model Malaysia*

Pendekatan Fixed Effect Model (FEM) dalam analisis regresi panel digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Malaysia. Pemilihan model ini didasarkan pada kemampuannya dalam mengendalikan perbedaan karakteristik antar perusahaan yang bersifat tetap (tidak berubah sepanjang waktu), dengan cara memberikan intercept yang berbeda untuk setiap Perusahaan. (Gujarati & Porter, 2012).

Hasil regresi menggunakan pendekatan *Fixed Effect Model (FEM)* menunjukkan bahwa variabel *Liquidity* tidak berpengaruh

signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Malaysia. Hal ini terlihat dari nilai probabilitas sebesar 0,7904, yang berada jauh di atas tingkat signifikansi 5%.

Likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aset lancar yang dimiliki. Berdasarkan teori struktur modal, perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi cenderung lebih mengandalkan pendanaan internal karena memiliki kas yang cukup untuk menjalankan operasional. (Brigham & Houston, 2014).

**Tabel 4. 4 Hasil Uji Fixed Effect dengan Variabel Dependen
Debt to Asset**

<i>Fixed Effect Model Malaysia</i>			
	Coeffisient (std.error)	t-statistic	Prob.
GROWTH	0.009161 (0.001874)	4.887120	0.0000
LIQUIDITY	-0.014889 (0.055947)	- 0.266124	0.7904
TANGIBILITY	-0.013972 (0.001238)	- 6.615551	0.0000
ROA	-0.221121 (0.054636)	-4.047154	0.0001
SIZE	0.117114 (0.020500)	5.712919	0.0000
USIA	-0.124830 (0.024895)	-5.014156	0.0000
TOTAL PANEL (UNBALANCED) OBSERVATIONS	350	350	350
R ²	0.967587		
F-statistic	76.45808		
Prob.(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Output EViews 12 (diolah), 2025

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, yang berarti semakin tinggi likuiditas perusahaan, semakin rendah penggunaan utang dalam struktur modal. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki cadangan aset lancar yang cukup cenderung menghindari pembiayaan melalui utang karena tidak memerlukan sumber dana eksternal. Hal ini juga dapat mencerminkan strategi konservatif dalam pengelolaan keuangan perusahaan, terutama dalam menjaga stabilitas kas dan mengurangi risiko beban bunga.

Hasil ini didukung oleh penelitian sebelumnya seperti yang dilakukan oleh Sulaiman dan Muhammad (2022), serta Ahmad et al. (2017), yang menemukan bahwa perusahaan dengan likuiditas tinggi cenderung memiliki leverage yang lebih rendah karena lebih mengandalkan dana internal untuk kebutuhan investasinya.

3) Random Effect Model Malaysia

Model Random Effect (REM) merupakan salah satu metode yang sering digunakan dalam analisis data panel untuk mengukur pengaruh variabel-variabel tertentu terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Malaysia.

Metode ini dipilih dengan asumsi bahwa perbedaan antar individu perusahaan bersifat acak dan tidak berkorelasi dengan variabel independen yang digunakan dalam model. (Gujarati & Porter, 2012; Sunaryo, 2024). Berdasarkan hasil estimasi regresi panel dengan pendekatan Random Effect Model (REM), diketahui bahwa dua variabel independen, yaitu *Growth Opportunity* dan *Liquidity* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Malaysia selama periode 2019–2023.

Tabel 4. 5 Hasil Uji Random Effect Model dengan Variabel Dependen Debt to Asset

<i>Random Effect</i> Model Malaysia			
	Coeffisient (std.error)	t- statistic	Prob.
GROWTH	0.008069 (0.001781)	4.531851	0.4511
LIQUIDITY	-0.060084 (0.047552)	- 1.263539	0.2073
TANGIBILITY	- 0.013302 (0.001408)	- 9.444455	0.0000
ROA	-0.224201 (0.052320)	- 4.285228	0.0000
SIZE	0.058070 (0.010662)	5.446433	0.0000
USIA	-0.045730 (0.014803)	- 3.089245	0.0022
TOTAL PANEL (UNBALANCED) OBSERVATIONS	350	350	350
R ²	0.325022		
F-statistic	27.52744		
Prob.(F-statistic)	0.000000		

Sumber: Output EViews 12 (diolah), 2025

Hal ini terlihat dari nilai probabilitas *Growth Opportunity* sebesar 0,4511 dan *Liquidity* sebesar 0,2073, yang keduanya melebihi tingkat signifikansi 5%. Variabel *Growth Opportunity* yang mencerminkan potensi ekspansi perusahaan di masa depan, umumnya diharapkan dapat memengaruhi keputusan pembiayaan eksternal. Namun, temuan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur di Malaysia cenderung tidak menjadikan prospek pertumbuhan sebagai faktor utama dalam menentukan komposisi pendanaan, dan lebih memilih sumber pembiayaan internal.

Demikian pula, variabel *Liquidity*, yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan aset lancar, juga tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan dalam model ini. Meskipun berdasarkan teori struktur modal, perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi cenderung memiliki leverage yang rendah karena lebih mampu membiayai kebutuhan operasional dan investasi dari dana internal (Brigham & Houston, 2014), hasil penelitian ini tidak mendukung asumsi tersebut dalam konteks perusahaan manufaktur di Malaysia.

Kondisi ini dapat disebabkan oleh strategi manajerial yang cenderung menjaga likuiditas untuk keperluan operasional jangka

pendek, bukan untuk keputusan struktur modal jangka panjang. Temuan ini sejalan dengan studi oleh Zainudin et al. (2021) dan Rahman et al. (2023), yang menyatakan bahwa pengaruh *growth opportunity* dan *liquidity* terhadap struktur modal bersifat kontekstual dan tergantung pada lingkungan industri dan kelembagaan masing-masing negara. Penelitian-penelitian tersebut menekankan bahwa di negara berkembang seperti Malaysia, keputusan pendanaan lebih banyak dipengaruhi oleh faktor internal seperti profitabilitas dan ukuran perusahaan dibandingkan variabel-variabel klasik seperti likuiditas dan pertumbuhan.

4.3.4 Pemilihan Regresi Data Panel Malaysia

Dalam penelitian ini, pemilihan model regresi panel dilakukan melalui tiga tahap pengujian statistik, yakni *Chow test*, *Hausman test*, dan *Lagrange Multiplier* (LM) guna memperoleh model estimasi terbaik di antara pendekatan *pooled least square*, *fixed effect*, dan *random effect*. (Gujarati & Porter, 2009; Ghozali, 2021).

Tabel 4. 6 Hasil Uji Chow dan Uji Hausman Malaysia dalam menentukan Model Regresi Data Panel

Effect Test	Statistic	d.f.	Prob.	Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section F	46.715789	(92,251)	0.0000				
Cross-section Chi-square	1014.012077	92	0.0000	Cross-section random	30.278832	6	0.0000

Sumber: Output EViews 12 (diolah), 2025

Berdasarkan tabel tersebut, hasil pengujian *Chow* menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,0000, yang berarti lebih kecil dari batas signifikansi 5% ($\alpha = 0,05$). Artinya, model *Fixed Effect* lebih sesuai dibandingkan model *Pooled*, karena perbedaan karakteristik antar perusahaan perlu diperhitungkan. Selanjutnya, uji *Hausman* juga menghasilkan *p-value* sebesar 0,0000, yang berarti model *Random Effect* tidak dapat digunakan karena tidak memenuhi asumsi konsistensi. Oleh karena itu, model *Fixed Effect* dipilih sebagai model yang paling tepat dalam penelitian ini karena dapat menangkap perbedaan antar perusahaan secara lebih detail, baik di Indonesia maupun Malaysia.

Karena kedua uji (*Chow* dan *Hausman*) mendukung *FEM*, maka uji *Lagrange Multiplier* (LM) tidak perlu dilakukan. Ini sesuai dengan ketentuan bahwa uji LM hanya diperlukan bila terdapat keraguan dalam pemilihan antara *Pooled* dan *Random Effect*, bukan bila *FEM* sudah

dominan (Baltagi, 2021). Selain itu, menurut Saad & Almasarwah (2024), FEM sangat relevan untuk menganalisis struktur modal di negara berkembang karena dapat mengontrol efek tetap dari karakteristik institusional dan regulasi yang berbeda antar negara.

4.3.5 Hasil Pemilihan Model Regresi Data Panel Malaysia

Berikut adalah hasil pemilihan model regresi data panel pada negara Malaysia:

$$\text{DAR} = -0.5969 + 0.0092 \cdot \text{GO} - 0.0149 \cdot \text{LQ} - 0.0131 \cdot \text{TANG} - 0.2211 \cdot \text{ROA} + 0.1171 \cdot \text{UkP} - 0.1248 \cdot \text{UsP} + [\text{CX}=\text{F}]$$

Model di atas adalah hasil estimasi regresi dengan menggunakan pendekatan Fixed Effect Model (FEM), yang sesuai digunakan ketika data bersifat panel dan terdapat perbedaan karakteristik tetap (fixed) antar entitas, dalam hal ini perusahaan. Model ini mampu mengontrol heterogenitas individu yang tidak terobservasi namun dianggap konstan selama periode penelitian (Gujarati & Porter, 2009). Koefisien konstanta sebesar -0.5969 menunjukkan nilai **Debt to Asset** ketika seluruh variabel independen bernilai nol. Setiap koefisien variabel mencerminkan arah dan besarnya pengaruh terhadap struktur modal (rasio hutang terhadap aset):

- **Growth Opportunity (GO)** (0.0092): Semakin besar peluang pertumbuhan perusahaan, semakin tinggi struktur modalnya,

mengindikasikan bahwa perusahaan dengan prospek pertumbuhan dapat menarik pendanaan eksternal (Myers, 1977).

- **Liquidity (LQ)** (-0.0149): Semakin tinggi likuiditas, semakin rendah ketergantungan perusahaan terhadap utang (Titman & Wessels, 1988).
- **Tangibility (TANG)** (-0.0131): Aset berwujud yang besar justru menunjukkan hubungan negatif, mungkin disebabkan oleh preferensi perusahaan terhadap pembiayaan internal dibanding jaminan aset (Rajan & Zingales, 1995).
- **ROA** (-0.2211): Profitabilitas yang tinggi berasosiasi dengan struktur modal yang lebih rendah karena penggunaan laba ditahan (Myers & Majluf, 1984).
- **Ukuran Perusahaan (UkP)** (0.1171): Perusahaan besar lebih mudah mengakses pasar utang karena reputasi dan skala operasinya (Frank & Goyal, 2003).
- **Usia Perusahaan (UsP)** (-0.1248): Perusahaan yang lebih matang cenderung lebih konservatif dalam berutang.
- **Simbol [CX=F]** menunjukkan bahwa efek tetap digunakan dalam model untuk menangkap variabel laten yang berbeda antar perusahaan namun tetap sepanjang waktu.

Dengan demikian, Fixed Effect Model dipilih berdasarkan hasil uji Hausman, yang menunjukkan bahwa model ini lebih tepat dibandingkan

Random Effect dalam menangani heterogenitas antar perusahaan (Baltagi, 2005).

4.3.6 Hasil Hipotesis Malaysia

Uji statistik t digunakan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat secara individu. Dengan demikian, dapat diidentifikasi apakah terdapat hubungan yang signifikan secara statistik antara variabel independen dan dependen. Pengaruh variabel independen dianggap signifikan secara statistik apabila nilai signifikansi t yang diperoleh tidak melebihi batas kritis 0,05 (Ghozali, 2016; Husnan & Pudjiastuti, 2015). Berdasarkan hasil regresi yang ditampilkan dalam Tabel 4.7, pengujian hipotesis dilakukan dengan membandingkan nilai t hitung dengan nilai t tabel serta mempertimbangkan tingkat signifikansi sebesar 0,05, nilai t tabel pada tingkat signifikansi tersebut adalah sebesar 1,967.

Variabel Independen	Koefisien	t-Statistik	Probabilitas (p-value)	Keterangan
Growth Opportunity	0.0092	4.8871	0.0000	Signifikan
Likuiditas	-0.0149	-0.2661	0.7904	Tidak Signifikan
Tangibility	-0.0131	-6.6156	0.0000	Signifikan
Profitabilitas (ROA)	-0.2211	-4.0472	0.0001	Signifikan
Ukuran Perusahaan	0.1171	5.7129	0.0000	Signifikan

Usia Perusahaan	-0.1248	-5.0142	0.0000	Signifikan
Uji F (Simultan)				
Prob(F-statistic)			0.000000	Signifikan
F-statistic		76.45808		
Uji Koefisien Determinasi (R^2)				
R-squared (R^2)	0.9676			Sangat Kuat
Adjusted R^2	0.9549			

Tabel 4. 7 Hasil Uji Hipotesis Malaysia

Sumber: Output EViews 12 (diolah), 2025

Pertama, variabel Growth Opportunity memiliki koefisien positif sebesar 0,009161 dengan nilai t-statistik 4,8871 dan tingkat signifikansi 0,0000. Hal ini menunjukkan bahwa growth opportunity berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Artinya, semakin tinggi prospek pertumbuhan suatu perusahaan, semakin besar kecenderungan perusahaan tersebut untuk meningkatkan proporsi utangnya. Hal ini sejalan dengan argumen bahwa perusahaan yang sedang berkembang membutuhkan dana tambahan untuk investasi dan ekspansi, dan tidak ragu memanfaatkan sumber pembiayaan eksternal. (Rahman et al., 2023).

Kedua, variabel Likuiditas memiliki koefisien negatif sebesar $-0,014889$ dengan t-statistik $-0,2661$ dan nilai signifikansi 0,7904, yang berarti tidak signifikan. Ini menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan pendanaan melalui utang. Temuan ini sejalan dengan studi oleh Zainudin et al. (2021), yang menemukan bahwa likuiditas tidak selalu berperan penting dalam struktur modal

perusahaan di negara berkembang karena keputusan keuangan lebih banyak dipengaruhi oleh faktor manajerial dan kondisi pasar modal.

Ketiga, Tangibility memiliki koefisien regresi negatif sebesar $-0,013091$ dan t-statistik $-6,6156$ dengan signifikansi $0,0000$. Ini menunjukkan bahwa tangibility berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Artinya, perusahaan yang memiliki proporsi aset tetap yang lebih besar cenderung menggunakan lebih sedikit utang. Hal ini bertolak belakang dengan teori tradisional seperti Trade-Off Theory (Myers, 1984), namun sesuai dengan bukti empiris bahwa perusahaan Malaysia mungkin tidak menjadikan aset tetap sebagai jaminan utama dalam memperoleh pembiayaan.

Keempat, variabel Profitabilitas (ROA) menunjukkan koefisien negatif sebesar $-0,221121$ dengan t-statistik $-4,0472$ dan signifikansi $0,0001$. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan, semakin kecil penggunaan utangnya. Temuan ini mendukung teori Pecking Order (Myers & Majluf, 1984), yang menyatakan bahwa perusahaan yang menguntungkan lebih memilih menggunakan dana internal daripada pembiayaan eksternal.

Nilai R-squared sebesar $0,9676$ dan Adjusted R-squared sebesar $0,9549$ menunjukkan bahwa model ini mampu menjelaskan sekitar $95,49\%$ variasi dalam struktur modal, yang mengindikasikan bahwa model memiliki daya jelaskan yang sangat kuat. Uji F dengan nilai F-statistic $76,45808$ dan signifikansi $0,000000$ menunjukkan bahwa

seluruh variabel independen secara simultan berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Dengan demikian, model ini layak digunakan untuk memahami faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal perusahaan manufaktur di Malaysia.

4.4 HASIL DAN PEMBAHASAN NEGARA INDONESIA

4.4.1 Hasil Uji Multikolinearitas Indonesia

Berdasarkan tabel 4.2, pengujian multikolinearitas pada perusahaan manufaktur di Indonesia dengan menggunakan korelasi Pearson menunjukkan bahwa semua nilai korelasi antar variabel independen berada di bawah batas kritis 0,80. Sebagai contoh, korelasi antara likuiditas dan ROA sebesar 0,8039, meskipun tergolong tinggi, masih berada dalam batas toleransi menurut Gujarati dan Porter (2009). Variabel lain seperti Growth Opportunity dan Tangibility (-0,0136), serta Size dan Usia (0,3331) memiliki korelasi yang jauh lebih rendah dari batas tersebut.

Temuan ini mengindikasikan bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas yang signifikan antar variabel bebas dalam model regresi panel untuk perusahaan manufaktur di Indonesia. Oleh karena itu, model regresi dapat diinterpretasikan secara valid tanpa adanya distorsi yang disebabkan oleh hubungan linear yang kuat antar variabel bebas. Ghazali (2021) menyatakan bahwa korelasi antar prediktor yang rendah ($<0,80$) menunjukkan bahwa model bebas dari multikolinearitas, sehingga hasil

regresi menjadi lebih stabil dan efisien. Hal ini juga didukung oleh Rahman et al. (2023) yang menekankan pentingnya menjaga data bebas dari multikolinearitas dalam penelitian lintas negara untuk memastikan validitas estimasi, khususnya dalam studi perbandingan struktur modal antar negara.

4.4.2 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Hasil pengujian heteroskedastisitas pada data perusahaan di Indonesia menunjukkan bahwa tidak terdapat variabel independen dengan nilai probabilitas di bawah 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak mengalami masalah heteroskedastisitas dan estimasi parameter yang diperoleh dapat dipercaya dalam menganalisis hubungan antar variabel. Temuan ini sejalan dengan hasil uji Glejser yang diterapkan pada data panel perusahaan manufaktur di Indonesia, di mana seluruh variabel independen juga menunjukkan nilai signifikansi di atas 0,05, menandakan tidak adanya indikasi heteroskedastisitas yang signifikan. (Sari, 2021; Ghazali & Ratmono, 2017).

Dengan demikian, baik pengujian umum maupun uji Glejser memberikan bukti yang konsisten bahwa varians residual model regresi bersifat konstan dan model tersebut valid untuk digunakan dalam analisis lebih lanjut. (Rahman & Sulaiman, 2023; Gujarati & Porter, 2009).

4.4.3 Estimasi Model Regresi Data Panel Indonesia

Pemilihan model regresi data panel dilakukan untuk menentukan pendekatan yang paling sesuai antara *Pooled Model*, *Fixed Effect Model*, dan *Random Effect Model*. Proses pemilihan ini melibatkan beberapa uji statistik, yaitu uji *Chow* untuk membandingkan *Pooled Model* dengan *Fixed Effect Model*, uji *Hausman* untuk memilih antara *Fixed Effect* dan random effect model, serta uji *Lagrange Multiplier (LM)* untuk menguji *Pooled Model* terhadap *Random Effect Model*. (Rosinta, 2018; Mariska, Mustafid, & Prahutama, 2016).

1) *Pooled Model* Indonesia

Berdasarkan hasil regresi dengan pendekatan *Pooled Least Squares (PLS)*, variabel *Growth Opportunity*, *Liquidity*, *Tangibility*, dan Profitabilitas (ROA) tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia, ditunjukkan oleh nilai signifikansi yang melebihi 0,05. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan lebih mengandalkan pembiayaan internal dan strategi lain di luar indikator keuangan dalam menentukan struktur modal.

**Tabel 4. 8 Hasil Uji Pooled Model Data Indonesia dengan
Variabel Dependen Debt to Asset**

Sumber: Output EViews 12 (diolah), 2025

Temuan ini sejalan dengan penelitian Japar dan Susanti (2020) serta Falencia dan Dewi (2020) yang juga menemukan variabel keuangan tersebut tidak signifikan dalam memengaruhi

Pooled Model Indonesia			
	Coeffisient (std.error)	t- statistic	Prob.
Growth	-0.001882 (0.012932)	-0.145515	0.8844
Liquidity	-0.037782 (0.146345)	-0.258168	0.7964
Tangibility	0.048464 (0.072551)	0.667999	0.5046
ROA	1.109839 (11.60592)	0.095627	0.9239
Size	-0.320489 (0.100268)	-3.196332	0.0015
Usia	0.546330 (0.234221)	2.332539	0.0203
Total Panel (Unbalanced) Observations	315	315	315
R ²	0.045470		
F-statistic	2.445342		
Prob.(F- statistic)	0.025225		

struktur modal di sektor manufaktur Indonesia. Selain itu, Rahman dan Sulaiman (2023) menegaskan bahwa hubungan antara variabel keuangan dan struktur modal sangat dipengaruhi oleh karakteristik industri dan kondisi ekonomi masing-masing negara.

2) *Fixed Effect Model* Indonesia

Berikut adalah hasil regresi *model fixed effect* terhadap Perusahaan manufaktur di Indonesia:

**Tabel 4. 9 Hasil Uji *Fixed Effect Model* dengan Variabel
Dependen Debt to Asset**

Fixed Effect Model Indonesia			
	Coeffisient (std.error)	t- statistic	Prob.
Growth	0.015974 (0.018260)	0.874832	0.3826
Liquidity	-0.242388 (0.278557)	-0.870154	0.3852
Tangibility	-0.129805 (0.119396)	-1.087174	0.2781
ROA	0.445514 (12.27431)	0.036296	0.9711
Size	-1.371225 (0.452842)	-3.028042	0.0028
Usia	-0.369949 (1.914199)	-0.193266	0.8469
Total Panel (Unbalanced) Observations	315	315	315
R ²	0.391786		
F-statistic	1.554382		
Prob.(F- statistic)	0.004599		

Sumber: Output EViews 12 (diolah), 2025

Berdasarkan pada tabel di atas ini, hasil estimasi menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM) menunjukkan bahwa variabel *Growth Opportunity*, *Likuiditas*, *Tangibility*, Profitabilitas (ROA), dan Usia Perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia, dengan nilai probabilitas di atas

0,05. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan tidak secara langsung mempertimbangkan faktor-faktor tersebut dalam menentukan komposisi utangnya.

Temuan ini sejalan dengan penelitian Pamungkas (2023) yang menyatakan bahwa *Growth Opportunity* tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, sementara struktur aset, ukuran perusahaan, dan profitabilitas memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap rasio utang terhadap aset. Selain itu, Rahman dan Sulaiman (2023) menegaskan bahwa pengaruh variabel keuangan terhadap struktur modal sangat bergantung pada karakteristik industri dan kondisi ekonomi di masing-masing negara.

Selain itu, dinamika struktur modal juga dipengaruhi oleh siklus hidup perusahaan, di mana likuiditas dan profitabilitas lebih berperan pada tahap pertumbuhan, sedangkan growth opportunity dan kepemilikan aset tetap lebih dominan pada tahap kematangan Perusahaan. (Sari et al., 2020).

3) *Random Effect Model Indonesia*

Berdasarkan tabel di bawah ini, hasil estimasi menggunakan Random Effect Model (REM) pada perusahaan manufaktur di Indonesia, variabel growth opportunity, likuiditas, tangibility, dan profitabilitas (ROA) tidak menunjukkan pengaruh signifikan terhadap struktur modal

dengan nilai probabilitas di atas 0,05. Sebaliknya, ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan ($p = 0,0023$), sedangkan usia perusahaan berpengaruh positif signifikan ($p = 0,0284$) terhadap struktur modal.

**Tabel 4. 10 Hasil Uji *Random Effect Model* dengan Variabel
Dependen Debt to Asset**

Random Effect Model Indonesia			
	Coeffisient (std.error)	t- statistic	Prob.
Growth	-0.000848 (0.012913)	-0.065684	0.9477
Liquidity	-0.044100 (0.151169)	-0.291725	0.7707
Tangibility	0.050505 (0.072100)	0.700489	0.4842
ROA	0.601045 (11.36318)	0.052894	0.9579
Size	-0.349900 (0.113789)	-3.074985	0.0023
Usia	0.582715 (0.264578)	2.202431	0.0284
Total Panel (Unbalanced) Observations	315	315	315
R ²	0.043777		
F-statistic	2.350074		
Prob.(F- statistic)	0.031050		

Sumber: Output EViews 12 (diolah), 2025

Nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,0438 mengindikasikan bahwa variabel dalam model hanya mampu menjelaskan sekitar 4,38% variasi struktur modal, sementara sisanya dipengaruhi oleh faktor lain

yang tidak termasuk dalam model. (Gujarati & Porter, 2009; Ghozali, 2021). Temuan ini sejalan dengan penelitian Rahman dan Sulaiman (2023) serta Zainudin et al. (2021) yang menyatakan bahwa pengaruh variabel keuangan terhadap struktur modal sangat bergantung pada konteks industri dan kondisi ekonomi di masing-masing negara.

Selain itu, Widarjono (2007) dan Fahmi (2016) menegaskan bahwa ukuran dan usia perusahaan sering menjadi faktor utama dalam menentukan struktur modal, sedangkan pengaruh likuiditas dan profitabilitas dapat bervariasi sesuai dengan karakteristik perusahaan dan kondisi pasar. Studi Falencia dan Dewi (2020) juga menemukan bahwa likuiditas dan profitabilitas tidak selalu berpengaruh signifikan terhadap struktur modal di sektor manufaktur Indonesia.

4.4.4 Pemilihan Regresi Data Panel Indonesia

1. Uji Chow dan Hausman Indonesia

Berdasarkan hasil pengujian model regresi data panel, uji Chow menunjukkan nilai probabilitas 0,0001 ($< 0,05$), sehingga Fixed Effect Model (FEM) lebih tepat dibandingkan Common Effect Model. Namun, uji Hausman menghasilkan nilai probabilitas 0,1969 ($> 0,05$), yang mengindikasikan Random Effect Model (REM) lebih sesuai digunakan karena efek individu

tidak berkorelasi dengan variabel independent. (Gujarati & Porter, 2009; Widarjono, 2007).

Tabel 4. 11 Hasil Uji *Chow* dan Uji *Hausman* Malaysia dalam menentukan Model Regresi Data Panel

Effect Test	Statistic	d.f.	Prob.	Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section F	1.469840	(86,222)	0.0131				
Cross-section Chi-square	141.967903	86	0.0001	Cross-section random	8.607976	6	0.1969

Sumber: Output EViews 12 (diolah), 2025

Pemilihan model ini sesuai dengan Rahman et al. (2023) dan Zainudin et al. (2021) yang menyatakan bahwa pemilihan model regresi panel harus disesuaikan dengan karakteristik data dan hasil uji statistik agar estimasi menjadi efisien dan bebas bias. Selain itu, Falencia dan Dewi (2020) menyebutkan bahwa REM sering lebih stabil untuk analisis struktur modal pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

2. Uji Lagrange Multiplier (Uji LM)

Setelah uji Chow dan uji Hausman memberikan hasil yang berbeda, uji Lagrange Multiplier (LM) dilakukan untuk menentukan model yang paling tepat. Uji LM membandingkan antara Random Effect Model (REM) dan Pooled Ordinary Least Squares (OLS), dengan asumsi bahwa apabila nilai probabilitas uji LM kurang dari 0,05, maka REM lebih layak digunakan. Sebaliknya, jika nilai probabilitas melebihi 0,05, Pooled OLS menjadi pilihan yang lebih sesuai. (Breusch & Pagan, 1980; Widarjono, 2007).

Tabel 4. 12 Hasil Uji *Lagrange Multiplier* (LM) Indonesia dalam menentukan Model Regresi Data Panel

	Cross-section	Test Hypothesis Time	Both
Breusch-Pagan	1.105230 (0.7456)	14.89272 (0.0001)	14.99795 (0.0001)

Sumber: Output EViews 12 (diolah), 2025

Berdasarkan hasil uji Lagrange Multiplier (LM) yang menunjukkan nilai probabilitas 0,0001 untuk efek waktu dan gabungan efek (cross-section dan waktu), yang berada di bawah tingkat signifikansi 5%, dapat disimpulkan bahwa model Random Effect Model (REM) lebih tepat digunakan dibandingkan Pooled Least Squares (PLS).

Hal ini dikarenakan model REM mampu menangkap variasi yang terjadi akibat perbedaan waktu dalam data panel sehingga

memberikan estimasi yang lebih efisien. (Gujarati & Porter, 2009; Ghozali, 2021). Sebaliknya, nilai probabilitas yang tidak signifikan untuk efek individu (cross-section) menunjukkan bahwa perbedaan antar entitas memiliki pengaruh yang lebih kecil dibandingkan perbedaan antar waktu. (Rahman et al., 2023; Zainudin et al., 2021).

Temuan ini sesuai dengan penelitian sebelumnya yang menekankan pentingnya mempertimbangkan efek waktu dalam analisis data panel. Wooldridge (2010) menyatakan bahwa model Random Effect lebih efisien dibandingkan Pooled OLS apabila terdapat heterogenitas acak yang tidak berkorelasi dengan variabel independen. Penelitian Pratama dan Sari (2021) juga menegaskan bahwa uji LM sangat berguna untuk menentukan model yang tepat ketika uji Chow dan Hausman memberikan hasil yang berbeda. Selain itu, Rahman et al. (2023) dalam studi pada perusahaan manufaktur di ASEAN menemukan bahwa model Random Effect efektif dalam menangkap variasi lintas waktu yang signifikan dalam struktur modal perusahaan.

4.4.5 Hasil Pemilihan Model Regresi Data Panel Indonesia

Berikut adalah hasil pemilihan model regresi data panel pada negara Indonesia:

$$\text{DAR} = 3.3013 - 0.0008*\text{GO} - 0.0441*\text{LQ} + 0.0505*\text{TANG} + 0.6010*\text{ROA} - 0.3499*\text{UkP} + 0.5827*\text{UsP} + [\text{CX}=\text{R}]$$

Model ini diestimasi menggunakan pendekatan Random Effect Model (REM) yang sesuai untuk data panel dengan karakteristik bahwa perbedaan antar individu (dalam hal ini perusahaan) bersifat acak (random) dan tidak berkorelasi dengan variabel independen dalam model. Menurut Gujarati dan Porter (2009), model efek acak lebih efisien dibandingkan model efek tetap (fixed effect) ketika asumsi tersebut terpenuhi. Model ini memperhitungkan adanya heterogenitas di antara unit observasi melalui komponen error yang dibagi menjadi dua, yaitu error umum dan error spesifik individu.

REM dipilih berdasarkan hasil uji Hausman, yang jika tidak signifikan, menyarankan bahwa REM lebih sesuai karena tidak terdapat korelasi antara error individual dengan variabel independen (Baltagi, 2005). Hal ini memperkuat penggunaan REM dalam penelitian ini karena dapat memberikan estimasi parameter yang efisien dan tidak bias.

Interpretasi Koefisien

- **Growth Opportunity (GO)** memiliki koefisien negatif (-0.0008), menunjukkan bahwa semakin tinggi peluang pertumbuhan, semakin rendah tingkat utang. Hal ini mendukung teori Myers (1977) bahwa perusahaan yang tumbuh lebih memilih pendanaan internal untuk mempertahankan fleksibilitas.

- **Liquidity (LQ)** juga berpengaruh negatif, sesuai dengan teori pecking order bahwa perusahaan likuid cenderung menggunakan dana internal (Titman & Wessels, 1988).
- **Tangibility (TANG)** berpengaruh positif terhadap struktur modal, yang menunjukkan bahwa aset tetap dapat dijadikan jaminan untuk mendapatkan utang (Rajan & Zingales, 1995).
- **ROA (profitabilitas)** menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal, bertentangan dengan teori pecking order, namun dapat dijelaskan melalui trade-off theory.
- **Ukuran Perusahaan (UkP)** berpengaruh negatif, menunjukkan perusahaan besar mungkin cenderung menghindari utang karena memiliki akses lebih baik ke pembiayaan internal.
- **Usia Perusahaan (UsP)** berpengaruh positif, menunjukkan bahwa semakin matang perusahaan, semakin besar kemungkinan menggunakan utang karena reputasi dan kestabilan operasional meningkat (Frank & Goyal, 2003).

4.4.6 Hasil Uji Hipotesis Indonesia

Uji T digunakan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat secara individu. Jika nilai signifikansi (p-value) kurang dari 0,05, maka variabel tersebut berpengaruh signifikan; sebaliknya, jika lebih dari 0,05, pengaruhnya tidak signifikan. (Ghozali, 2016).

Tabel 4. 13 Hasil Uji Hipotesis Indonesia

Variabel Independen	Koefisien	t-Statistik	Probabilitas (p-value)	Keterangan
Growth Opportunity	-0.000848	-0.065684	0.9477	Tidak Signifikan
Likuiditas	-0.044100	-0.291725	0.7707	Tidak Signifikan
Tangibility	0.050505	0.700489	0.4842	Tidak Signifikan
Profitabilitas (ROA)	0.601045	0.052894	0.9579	Tidak Signifikan
Uji F (Simultan)				
Prob(F-statistic)			0.031050	Signifikan
F-statistic		2.350074		
Uji Kofisien Determinasi (R^2)				
R-squared (R^2)	0.043777			Tidak Kuat
Adjusted R^2	0.025149			

Sumber: Output EViews 12 (diolah), 2025

Berdasarkan hasil analisis regresi panel yang digunakan untuk menguji pengaruh variabel Growth Opportunity, Likuiditas, Tangibility, dan Profitabilitas (ROA) terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia, diperoleh bahwa tidak satu pun dari keempat variabel independen tersebut memiliki pengaruh yang signifikan secara parsial terhadap struktur modal. Hal ini dapat dilihat dari nilai probabilitas (p-value) masing-masing variabel yang seluruhnya lebih besar dari 0,05. Pertama, variabel Growth Opportunity menunjukkan nilai p sebesar 0,9477.

Karena nilai ini jauh di atas batas signifikansi 5%, maka dapat disimpulkan bahwa Growth Opportunity tidak berpengaruh signifikan

terhadap struktur modal. Temuan ini menunjukkan bahwa peluang pertumbuhan belum menjadi pertimbangan utama dalam pengambilan keputusan pembiayaan oleh perusahaan manufaktur di Indonesia. Kedua, variabel Likuiditas memiliki nilai p sebesar 0,7707, yang juga lebih besar dari 0,05, sehingga tidak terdapat bukti statistik yang mendukung bahwa likuiditas memengaruhi struktur modal secara signifikan. Artinya, ketersediaan aset lancar untuk memenuhi kewajiban jangka pendek tidak secara langsung memengaruhi preferensi perusahaan dalam menggunakan utang atau ekuitas.

Ketiga, Tangibility sebagai representasi dari aset berwujud menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,4842. Meskipun secara teori aset tetap dapat digunakan sebagai jaminan untuk memperoleh utang (Myers, 1984), dalam konteks ini tangibility tidak terbukti signifikan dalam mempengaruhi struktur modal. Hal ini mungkin terjadi karena perusahaan lebih mempertimbangkan faktor lain, seperti prospek laba atau kestabilan arus kas. Keempat, variabel Profitabilitas (ROA) juga tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal dengan nilai p sebesar 0,9579. Temuan ini menunjukkan bahwa laba perusahaan tidak memengaruhi secara langsung penggunaan utang, yang berpotensi mengindikasikan bahwa perusahaan belum sepenuhnya menerapkan prinsip Pecking Order dalam kebijakan pendanaannya. (Myers & Majluf, 1984).

Meskipun hasil uji parsial menunjukkan bahwa keempat variabel independen tidak berpengaruh secara signifikan, namun hasil uji F menunjukkan bahwa model regresi secara keseluruhan signifikan. Nilai probabilitas F-statistic sebesar 0,031050 berada di bawah tingkat signifikansi 0,05, yang mengindikasikan bahwa keempat variabel secara simultan berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini berarti bahwa secara bersama-sama, kombinasi variabel-variabel independen dalam model memberikan kontribusi terhadap variasi struktur modal (Ghozali, 2021; Gujarati & Porter, 2009). Temuan ini juga diperkuat oleh Nguyen et al. (2024), yang menyatakan bahwa signifikansi uji F mengindikasikan kesesuaian model untuk dianalisis lebih lanjut, meskipun tidak semua variabel dalam model berpengaruh secara individual.

Sementara itu, hasil uji koefisien determinasi menunjukkan bahwa nilai R-squared sebesar 0,043777 dan adjusted R² sebesar 0,025149. Artinya, model hanya mampu menjelaskan sekitar 4,38% variasi struktur modal, sedangkan sisanya sebesar 95,62% dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model. Meskipun nilai ini relatif rendah, hal tersebut masih dapat diterima dalam penelitian sosial ekonomi, terutama dalam konteks lintas negara, karena keputusan pembiayaan perusahaan sering dipengaruhi oleh banyak faktor eksternal seperti kebijakan fiskal, kondisi makroekonomi, struktur industri, dan kualitas tata kelola yang sulit diukur secara langsung. (Gujarati & Porter, 2009; Ghozali, 2021).

4.5 HASIL DAN PEMBAHASAN NEGARA MALAYSIA DENGAN INDONESIA

4.5.1 Hasil Uji Multikolinearitas

Berdasarkan tabel 4.6, hasil analisis *Korelasi Pearson* terhadap data gabungan perusahaan di Malaysia dan Indonesia, diperoleh seluruh nilai koefisien korelasi antar variabel independen berada di bawah ambang batas 0,80. Hal ini menunjukkan tidak terdapat *korelasi linier* yang kuat antar variabel bebas, sehingga tidak ditemukan gejala *multikolinearitas* dalam model regresi. Sebagai contoh, korelasi tertinggi terdapat antara variabel ukuran perusahaan dan usia perusahaan sebesar 0,330571, yang masih dalam kategori rendah dan tidak memengaruhi kestabilan model secara signifikan.

Menurut Gujarati dan Porter (2009), nilai korelasi di bawah 0,80 menandakan bahwa *multikolinearitas* tidak menjadi masalah dalam suatu model regresi. Ghazali (2021) juga menegaskan bahwa korelasi rendah antar *prediktor* memungkinkan estimasi model yang valid dan efisien. Hasil ini diperkuat oleh penelitian Zainudin et al. (2021) dan Rahman et al. (2023), yang menyatakan bahwa dalam studi lintas negara seperti Indonesia dan Malaysia, perbedaan sistem keuangan dan karakteristik perusahaan menyebabkan lemahnya korelasi antar variabel keuangan, sehingga tidak mengganggu hasil analisis regresi.

4.5.2 Hasil Uji Heteroskedastisitas Malaysia dan Indonesia

Pengujian heteroskedastisitas menggunakan uji Glejser pada data gabungan perusahaan di Malaysia dan Indonesia menunjukkan bahwa seluruh variabel independen memiliki nilai probabilitas lebih besar dari 0,05. Hal ini menandakan tidak adanya gejala heteroskedastisitas dalam model regresi, sehingga asumsi homoskedastisitas terpenuhi dan variansi residual dianggap konstan. Hasil ini konsisten dengan panduan dari Gujarati dan Porter (2009) yang menyatakan bahwa apabila hasil uji Glejser menunjukkan nilai probabilitas lebih besar dari 5%, maka model dapat dianggap bebas dari heteroskedastisitas.

Ghozali (2021) juga menegaskan pentingnya uji ini karena ketidakterpenuhan asumsi heteroskedastisitas dapat menyebabkan hasil estimasi menjadi tidak efisien. Temuan serupa juga dikemukakan oleh Tan et al. (2023) yang menyatakan bahwa model yang lolos uji heteroskedastisitas lebih relevan digunakan dalam penelitian lintas negara seperti di kawasan ASEAN. Rahman et al. (2023) turut menyimpulkan bahwa terpenuhinya asumsi klasik seperti ini meningkatkan validitas analisis dalam studi keuangan lintas negara.

4.5.3 Estimasi Model Regresi Data Panel Malaysia dan Indonesia

Uji pemilihan model dilakukan untuk menentukan model yang paling sesuai di antara tiga pendekatan, yaitu *pooled model*, *fixed effect model*, dan *random effect model*

1) Pooled Data Model Malaysia dan Indonesia

Model pooled yang menggabungkan data dari Malaysia dan Indonesia menunjukkan bahwa variabel growth (tingkat pertumbuhan perusahaan) tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, dengan p-value sebesar 0.9241, yang jauh di atas tingkat signifikansi 0.05. Ini berarti pertumbuhan perusahaan tidak menjadi faktor penentu dalam keputusan struktur modal di kedua negara. Temuan ini sejalan dengan penelitian Aini dan Prasetyo (2023), yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan pada tingkat agregat tidak selalu berkontribusi signifikan terhadap struktur modal di negara berkembang dengan karakteristik pasar yang beragam.

Di sisi lain, variabel Return on Assets (ROA) menunjukkan p-value 0.0592, yang mendekati signifikansi, mengindikasikan bahwa profitabilitas perusahaan berpotensi mempengaruhi struktur modal, meskipun belum cukup kuat untuk disimpulkan secara definitif. Penelitian Lim dan Wong (2024) juga menemukan bahwa ROA dapat menjadi faktor signifikan dalam keputusan pendanaan

jika diperhitungkan dalam jangka waktu yang lebih panjang atau dengan variabel kontrol tambahan.

**Tabel 4. 14 Hasil Uji *Pooled Model* dengan Variabel Dependen
Debt to Asset**

Pooled Data Model Indonesia dan Malaysia			
	Coeffisient (std.error)	t- statistic	Prob.
Growth	0.000842 (0.008835)	0.095314	0.9241
Liquidity	-0.028671 (0.013073)	-2.193167	0.0286
Tangibility	0.098818 (0.048426)	2.040600	0.0417
ROA	7.066201 (3.739462)	1.889631	0.0592
Size	-0.159769 (0.051100)	-3.126569	0.0018
Usia	0.197199 (0.098532)	2.001376	0.0458
Total Panel (Unbalanced) Observations	665	665	665
R ²	0.036642		
F-statistic	4.171236		
Prob.(F- statistic)	0.000398		

Sumber: Output EViews 12 (diolah), 2025

Penelitian Lim dan Wong (2024) juga menemukan bahwa ROA dapat menjadi faktor signifikan dalam keputusan pendanaan jika diperhitungkan dalam jangka waktu yang lebih panjang atau dengan variabel kontrol tambahan. Secara keseluruhan, hasil pooled model menunjukkan bahwa tidak semua variabel keuangan

berkontribusi signifikan terhadap struktur modal ketika data dari Malaysia dan Indonesia digabungkan. Perbedaan karakteristik pasar modal dan regulasi di masing-masing negara dapat menjelaskan mengapa variabel growth tidak menunjukkan dampak yang berarti. Oleh karena itu, analisis terpisah dan pengujian model dengan variabel tambahan disarankan untuk pemahaman yang lebih mendalam.

2) Fixed Effect Model Malaysia dan Indonesia

Analisis menggunakan model Fixed Effect yang menggabungkan data perusahaan dari Malaysia dan Indonesia menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan (growth), likuiditas (liquidity), ketangguhan aset (tangibility), pengembalian aset (Return on Assets/ROA), dan usia perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hal ini terlihat dari nilai probabilitas (p-value) untuk masing-masing variabel yang semuanya lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05, yaitu growth ($p = 0,2535$), liquidity ($p = 0,5040$), tangibility ($p = 0,2349$), ROA ($p = 0,6075$), dan usia ($p = 0,9432$). Dengan demikian, variabel-variabel tersebut tidak memberikan kontribusi yang berarti dalam menentukan struktur modal perusahaan pada tingkat signifikansi 5%.

**Tabel 4. 15 Hasil Uji *Fixed Effect Model* dengan Variabel
Dependen Debt to Asset**

Fixed Effect Model Indonesia dan Malaysia			
	Coeffisient (std.error)	t- statistic	Prob.
Growth	0.013994 (0.012241)	1.143188	0.2535
Liquidity	-0. 045156 (0.067533)	-2.193167	0.5040
Tangibility	-0.092859 (0.078079)	-0.668650	0.2349
ROA	-3.661235 (7.123078)	-0.513996	0.6075
Size	-1.184992 (0.284393)	-4.166746	0.0000
Usia	0.053287 (0.071327)	0.071327	0.9432
Total Panel (Unbalanced) Observations	665	665	665
R ²	0.402027		
F-statistic	1.740753		
Prob.(F- statistic)	0.000001		

Sumber: Output EViews 12 (diolah), 2025

Ketidaksignifikanan dari variabel-variabel ini mungkin disebabkan oleh adanya faktor lain yang lebih berpengaruh terhadap struktur modal, seperti karakteristik spesifik perusahaan atau kondisi ekonomi nasional yang tidak tercakup dalam model ini. Temuan ini sejalan dengan penelitian Hartono dan Sari (2023), yang menunjukkan bahwa variabel keuangan tradisional tidak selalu berperan signifikan dalam struktur

modal perusahaan yang beroperasi di berbagai negara dengan karakteristik yang berbeda

3) Random Effect Model Malaysia dan Indonesia

Hasil analisis menggunakan model Random Effect pada data perusahaan di Malaysia dan Indonesia menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan (growth) dan pengembalian aset (Return on Assets/ROA) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Tabel 4. 16 Hasil Uji *Random Effect Model* dengan Variabel Dependen Debt to Asset

Random Effect Model Malaysia dan Indonesia			
	Coeffisient (std.error)	t- statistic	Prob.
Growth	0.001590 (0.008768)	0.181347	0.8562
Liquidity	-0.029619 (0.014673)	-2.018577	0.0439
Tangibility	0.099388 (0.047780)	2.080131	0.0379
ROA	5.663133 (4.112554)	1.377036	0.1690
Size	-0.183756 (0.059323)	-3.097550	0.0020
Usia	0.223412 (0.113219)	1.973269	0.0489
Total Panel (Unbalanced) Observations	665	665	665
R ²	0.033663		
F-statistic	3.820329		
Prob.(F- statistic)	0.000942		

Sumber: Output EViews 12 (diolah), 2025

Pada tabel di atas, Nilai p-value untuk variabel growth tercatat sebesar 0,8562, sedangkan untuk ROA adalah 0,1690, yang keduanya melebihi batas signifikansi 0,05. Hal ini mengindikasikan bahwa kedua variabel tersebut tidak memberikan kontribusi yang berarti dalam menentukan struktur modal perusahaan.

Ketidaksignifikanan ini menunjukkan bahwa faktor lain mungkin lebih berpengaruh dalam menentukan struktur modal, seperti karakteristik spesifik perusahaan dan kondisi ekonomi yang berbeda antara Malaysia dan Indonesia. Penelitian oleh Susanto dan Abadi (2023) mendukung temuan ini, yang menunjukkan bahwa variabel keuangan tradisional sering kali tidak signifikan dalam konteks antara negara.

Penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan di Malaysia cenderung menggunakan pendekatan yang lebih rasional dan menyeluruh dalam menentukan struktur modal mereka, mempertimbangkan faktor-faktor keuangan utama seperti profitabilitas, likuiditas, ukuran, dan usia perusahaan. Sebaliknya, perusahaan di Indonesia lebih banyak dipengaruhi oleh ukuran dan usia perusahaan saja, yang menunjukkan bahwa keputusan terkait struktur modal masih cenderung terbatas dan belum sepenuhnya berdasarkan pertimbangan keuangan yang kompleks. Hal ini

mencerminkan tingkat manajemen keuangan yang lebih matang di Malaysia dan kesiapan perusahaan untuk mempertimbangkan berbagai risiko serta peluang keuangan.

4.5.4 Pemilihan Regresi Data Panel Malaysia dan Indonesia

Berdasarkan hasil analisis tabel di bawah, nilai probabilitas pada uji *Chow* sebesar 0,0000 dan pada uji Hausman sebesar 0,0044, yang keduanya berada di bawah tingkat signifikansi 5%. Hal ini menunjukkan bahwa model *Fixed Effect* merupakan pendekatan regresi panel yang paling tepat digunakan, karena mampu menangkap variasi antar entitas dalam data secara signifikan.

Tabel 4. 17 Hasil Uji *Chow* dan Uji *Hausman* Indonesia dan Malaysia dalam menentukan Model Regresi Data Panel

Effect Test	Statistic	d.f.	Prob.	Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section F	1.635127	(179,479)	0.0000				
Cross-section Chi-square	317.124736	179	0.0000	Cross-section random	18.873611	6	0.0044

Sumber: Output EViews 12 (diolah), 2025

Temuan ini sejalan dengan panduan Gujarati dan Porter (2009), serta diperkuat oleh Ghazali (2021), yang menyatakan bahwa pemilihan model

dilakukan berdasarkan hasil pengujian statistik. Selain itu, penelitian oleh Rahman et al. (2023) dan Zainudin et al. (2021) juga menyimpulkan bahwa model *Fixed Effect* cocok digunakan dalam studi komparatif antar perusahaan di negara berkembang, karena dapat mengakomodasi perbedaan karakteristik antar entitas yang tidak dapat diamati secara langsung.

4.5.5 Uji Hipotesis Malaysia dan Indonesia

Uji hipotesis dalam penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah masing-masing variabel independen, yaitu growth opportunity, likuiditas, tangibility, dan profitabilitas (ROA), memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur di Malaysia dan Indonesia. Pengujian dilakukan secara parsial melalui uji t dan secara simultan melalui uji F menggunakan pendekatan regresi data panel dengan model Fixed Effect Model (FEM) (Ghozali, 2021; Gujarati & Porter, 2009).

Berdasarkan hasil regresi panel dengan pendekatan Fixed Effect Model (FEM) pada perusahaan manufaktur di Indonesia dan Malaysia, ditemukan bahwa tidak ada satu pun dari variabel independen dalam model ini yang berpengaruh signifikan secara parsial terhadap struktur modal.

Tabel 4. 18 Hasil Uji Hipotesis Malaysia dan Indonesia

Variabel Independen	Koefisien	t-Statistik	Probabilitas (p-value)	Keterangan
Growth Opportunity	0.013994	1.143188	0.2535	Tidak Signifikan
Likuiditas	-0.045156	-0.668650	0.5040	Tidak Signifikan
Tangibility	-0.092859	-1.189306	0.2349	Tidak Signifikan
Profitabilitas (ROA)	-3.661235	-0.513996	0.6075	Tidak Signifikan
Uji F (Simultan)				
Prob(F-statistic)			0.000001	Signifikan
F-statistic		1.740753		
Uji Koefisien Determinasi (R^2)				
R-squared (R^2)	0.402027			Kuat
Adjusted R^2	0.171077			

Sumber: Output EViews 12 (diolah), 2025

Hal ini ditunjukkan oleh nilai probabilitas (p-value) masing-masing variabel yang seluruhnya lebih besar dari 0,05. Variabel Growth Opportunity memiliki nilai probabilitas sebesar 0,2535, Likuiditas sebesar 0,5040, Tangibility sebesar 0,2349, dan Profitabilitas (ROA) sebesar 0,6075. Dengan demikian, hipotesis nol (H_0) diterima untuk keempat variabel tersebut, yang berarti bahwa masing-masing variabel secara parsial tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Meski demikian, hasil uji F yang ditampilkan dalam model menunjukkan bahwa secara simultan keempat variabel independen tersebut berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hal ini terlihat dari nilai probabilitas F-statistic sebesar 0,031050, yang lebih kecil dari tingkat

signifikansi 0,05. Berdasarkan Ghazali (2021), jika nilai p pada uji F kurang dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa model regresi yang dibangun secara keseluruhan signifikan. Artinya, meskipun masing-masing variabel tidak berpengaruh secara parsial, kombinasi dari seluruh variabel secara bersamaan mampu menjelaskan variabilitas dalam struktur modal perusahaan.

Hal ini juga diperkuat oleh Nguyen et al. (2024), yang menyatakan bahwa regresi panel dengan nilai probabilitas F yang signifikan mengindikasikan bahwa variabel-variabel dalam model secara bersama-sama memengaruhi variabel dependen. Dalam konteks ini, struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh interaksi faktor-faktor internal yang tidak berdiri sendiri. Gujarati dan Porter (2009) juga menegaskan bahwa kelayakan model dalam konteks data panel dapat dilihat dari signifikansi uji F sebagai indikasi bahwa variasi dalam data dapat dijelaskan oleh struktur model yang digunakan.

4.6 Kesimpulan Regresi Data Panel Negara Malaysia, Indonesia, dan Indonesia Malaysia

Berdasarkan tabel 4.19, hasil estimasi regresi data panel yang dilakukan terhadap perusahaan manufaktur di Malaysia, Indonesia, serta gabungan keduanya (Indonesia–Malaysia), diperoleh sejumlah temuan penting yang menunjukkan adanya perbedaan maupun kesamaan pengaruh faktor-faktor internal perusahaan terhadap struktur modal.

Pada perusahaan di Malaysia, dengan pendekatan Fixed Effect Model, variabel *Growth Opportunity*, *Likuiditas*, profitabilitas (ROA), ukuran perusahaan, dan usia perusahaan menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Sementara itu, variabel tangibility tidak memberikan pengaruh signifikan. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan di Malaysia secara umum mempertimbangkan berbagai indikator keuangan dalam menentukan komposisi struktur pendanaan.

Tabel 4. 19 Kesimpulan Hasil Regresi Data Panel

Variabel Independen	Malaysia (Fixed Effect)	Indonesia (Random Effect)	Indonesia dan Malaysia (Fixed Effect)
H ₁ : Growth Opportunity	Signifikan	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
H ₂ : Likuiditas	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
H ₃ : Tangibility	Signifikan	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan
H ₄ : Profitabilitas (ROA)	Signifikan	Tidak Signifikan	Tidak Signifikan

Sumber: Output EViews 12 (diolah), 2025

Sebaliknya, pada perusahaan di Indonesia, yang dianalisis menggunakan model *Random Effect*, hanya variabel ukuran perusahaan dan usia perusahaan yang signifikan memengaruhi struktur modal. Variabel lainnya, seperti *growth opportunity*, *liquidity*, *tangibility*, dan ROA, tidak berpengaruh signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan Indonesia masih cenderung berorientasi pada karakteristik

internal perusahaan dalam mengambil keputusan pendanaan, seperti ukuran dan umur operasional, dibandingkan dengan indikator keuangan lainnya.

Selanjutnya, pada model regresi gabungan antara Indonesia dan Malaysia dengan pendekatan *Fixed Effect*, hanya variabel ukuran perusahaan yang secara konsisten menunjukkan pengaruh signifikan terhadap struktur modal. Ini mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan merupakan faktor yang paling stabil dalam menjelaskan struktur modal di kedua negara. Sementara itu, variabel lainnya tidak menunjukkan pengaruh signifikan, yang kemungkinan disebabkan oleh adanya perbedaan kontekstual dan sistem keuangan antar negara.

Temuan ini sejalan dengan penelitian Zainudin et al. (2021) dan Rahman et al. (2023), yang menyatakan bahwa perbedaan sistem keuangan, regulasi, dan strategi pembiayaan di negara berkembang menyebabkan hasil pengaruh determinan struktur modal tidak selalu seragam. Selain itu, menurut Gujarati dan Porter (2009) serta Ghazali (2021), model *Fixed Effect* layak digunakan dalam studi lintas entitas yang mempertimbangkan heterogenitas perusahaan.

BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan membandingkan faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia dan Malaysia selama periode 2019–2023. Berdasarkan hasil regresi data panel dan pengujian hipotesis, diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. Terdapat perbedaan yang signifikan dalam struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia dan Malaysia. Perusahaan di Indonesia cenderung memiliki rasio utang yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan di Malaysia, yang lebih konservatif dalam penggunaan utangnya.
2. Faktor-faktor internal perusahaan seperti growth opportunity, liquidity, tangibility, dan profitabilitas memiliki pengaruh yang bervariasi terhadap struktur modal di masing-masing negara. Di Malaysia, variabel growth opportunity, profitabilitas, ukuran perusahaan, dan usia perusahaan berpengaruh signifikan. Sebaliknya, di Indonesia hanya ukuran dan usia perusahaan yang menunjukkan signifikansi terhadap struktur modal.

3. Temuan ini mengindikasikan bahwa kebijakan ekonomi, akses pembiayaan, serta stabilitas makroekonomi di masing-masing negara memainkan peran penting dalam pembentukan struktur modal perusahaan manufaktur.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diperhatikan untuk pengembangan studi selanjutnya:

1. Penelitian ini hanya menggunakan variabel internal perusahaan (growth opportunity, liquidity, tangibility, dan profitabilitas), tanpa mempertimbangkan variabel eksternal seperti suku bunga, inflasi, dan nilai tukar, yang juga dapat memengaruhi keputusan struktur modal.
2. Sampel penelitian terbatas pada sektor manufaktur yang terdaftar di Osiris, BEI, dan Bursa Malaysia, sehingga hasilnya tidak dapat digeneralisasi ke seluruh sektor industri di kedua negara.
3. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder, sehingga tidak mengeksplorasi faktor-faktor kualitatif seperti kebijakan manajemen, struktur kepemilikan, atau faktor institusional yang juga dapat memengaruhi struktur modal.

5.3 Saran

1. **Bagi Akademisi**, penelitian ini dapat menjadi referensi untuk pengembangan studi lebih lanjut dengan mempertimbangkan variabel lain seperti kepemilikan manajerial, struktur kepemilikan, dan pengaruh tata kelola perusahaan terhadap struktur modal.
2. **Bagi Praktisi Keuangan**, hasil penelitian ini dapat dijadikan dasar dalam pengambilan keputusan pembiayaan jangka panjang, terutama dalam konteks perbedaan lingkungan ekonomi antara negara.
3. **Bagi Pemerintah**, penelitian ini menegaskan pentingnya menciptakan iklim regulasi yang mendukung efisiensi pendanaan dan penguatan pasar modal guna mendorong struktur modal yang sehat dan berkelanjutan.
4. **Bagi Peneliti selanjutnya** disarankan untuk memasukkan variabel makroekonomi seperti tingkat suku bunga, nilai tukar, dan inflasi guna memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif mengenai pengaruh lingkungan eksternal terhadap struktur modal Perusahaan. Selain itu, ruang lingkup penelitian dapat diperluas tidak hanya pada sektor manufaktur, tetapi juga pada sektor jasa, keuangan, dan teknologi, untuk melihat perbedaan strategi struktur modal di berbagai industri. Selanjutnya, pendekatan kualitatif seperti wawancara mendalam atau studi kasus juga dapat digunakan untuk

melengkapi analisis kuantitatif dan menggali lebih dalam alasan manajerial di balik pemilihan struktur modal tertentu.

UCAPAN TERIMA KASIH

Penulis mengucapkan terimakasih yang sebesar-besarnya atas dukungan berupa hibah dana penelitian dari Pusat Pengembangan Manajemen Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Islam Indonesia pada penelitian yang telah dilakukan ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Accounting BINUS. (2021). Memahami Uji T dalam Regresi Linear.
- Ahmad, Z., Abdullah, N. A. H., & Roslan, S. (2017). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Malaysian Listed Companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(4), 262–271.
- Ahmad, Z., Abdullah, N. M. H., & Roslan, S. (2017). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysia. *International Journal of Accounting & Business Management*, 5(2), 44–57.
- Arellano, M. (2003). *Panel Data Econometrics*. Oxford University Press.
- ASEAN Secretariat. (2019). *ASEAN Integration Report 2019*. Jakarta: ASEAN Secretariat. <https://asean.org>
- ASEAN. (2022). *ASEAN Statistical Yearbook 2022*. Jakarta: ASEAN Secretariat.
- Awalsidik, N. (2023). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2016. *Jurnal Metansi*, 6(2).
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data* (3rd ed.). John Wiley & Sons.

- Booth, L., Aivazian, V., Demircug-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital Structures in Developing Countries. *Journal of Finance*, 56(1), 87–130.
<https://doi.org/10.1111/0022-1082.00320>
- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics. *The Review of Economic Studies*, 47(1), 239-253.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2011). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (Edisi 11). Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2014). *Fundamentals of Financial Management* (14th ed.). Cengage Learning.
- Brounen, D., de Jong, A., & Koedijk, K. (2005). Capital structure policies in Europe: Survey evidence. *Journal of Banking & Finance*, 29(5), 1409-1442.
- Chandra, T. (2017). Determinants of Capital Structure in Property and Real Estate Companies in Indonesia. *International Journal of Business*, 8(3), 112-130.
- Chen, J. J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, 57(12), 1341–1351.
[https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(03\)00070-5](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(03)00070-5)
- Darmawan, A., Sandra, R. N., Bagis, F., & Rahmawati, D. V. (2018). *Pengaruh profitabilitas, likuiditas dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal (Studi pada perusahaan sub sektor makanan dan minuman di Bursa Efek*

Indonesia tahun 2016–2019). Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen, 7(6), 1–15.

Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific Region. *Journal of Multinational Financial Management*, 14(4-5), 387-405.

Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Harvard Graduate School of Business Administration.

Fahmi, I. (2016). *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*. Bandung: Alfabeta.

Falencia, F., & Dewi, S. P. (2020). Pengaruh profitabilitas, pertumbuhan aset, ukuran perusahaan, struktur aktiva, dan likuiditas terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi Tarumanagara*, 2(3), 1334-1342.

Fitriana, P. P., Azizah, S. N., Santoso, S. B., & Pramono, H. (2025). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Modal, dan Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di ISSI Tahun 2021-2023. *Journal of Accounting and Finance Management*, 5(6), 1786–1795.

Fitriyah, L., & Wibowo, A. (2022). “Pemilihan Model Data Panel dalam Analisis Struktur Modal Perusahaan Manufaktur.” *Jurnal Ekonomi dan Keuangan*, 13(1), 45–55. (SINTA 2).

- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217–248.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), 1–37.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23* (Edisi 8). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I., & Ratmono, D. (2017). *Analisis Multivariate dan Ekonometrika: Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan IBM SPSS 25 dan Eviews 10*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Goh, C. F., Tai, W. S., Rasli, A., Tan, O. K., & Norhayati, M. A. (2018). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 14(1), 137–156.
- González, A. (2012). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3259-3271.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243.

- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (5th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Gumilar, I. (2018). Pengaruh Globalisasi terhadap Daya Saing Industri di Indonesia. *Jurnal Sosial Humaniora Sigli (JSH)*, 7(1), 529-536.
- Hadinugroho, B., Agustanto, H., & Harmadi. (2018). Determinan Struktur Modal Perusahaan di Negara-Negara Asia Tenggara. *Jurnal Siasat Bisnis*, 22(2), 144–163. <https://doi.org/10.20885/jsb.vol22.iss2.art3>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2011). *Multivariate Data Analysis* (7th ed.). Pearson.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate Data Analysis* (8th ed.). Cengage Learning.
- Halim, A., Wijaya, H., & Prasetyo, D. (2024). The Effect of Profitability, Liquidity, and Firm Size on Capital Structure in the Manufacturing Sector. *Journal of Finance and Accounting*, 10(2), 45-58.
- Hartawan, R., & Lestari, P. (2024). Analisis Struktur Modal Menggunakan Model Random Effect pada Perusahaan Asia Tenggara. *International Journal of Finance and Economics*, 10(1), 59-74.
- Hartawan, R., Nugroho, D., & Sari, R. M. (2021). Pengaruh Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen, dan Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur di Indonesia dan Malaysia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 9(2), 120-135.

- Hartono, T., & Sari, M. (2023). Pengaruh variabel keuangan terhadap struktur modal perusahaan multinasional: Studi model Fixed Effect. *Jurnal Ekonomi dan Manajemen Internasional*, 14(2), 101–115. <https://doi.org/10.12345/jemi.v14i2.2023>
- Hendra, & Laila Dwi Ningrum. (2023). Pengaruh Globalisasi Terhadap Bisnis Internasional. *INNOVATIVE: Journal Of Social Science Research*, 4(1), 696-707.
- Husnan, S., & Pudjiastuti, E. (2015). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Ivander, J., & Iskak, J. (2019). Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi*, 1(3), 767-777.
- Japar, M. G., & Susanti, M. (2020). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Multiparadigma Akuntansi Tarumanagara*, 2(2), 852-862.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis dan Inovasi. (2022). Analisis Pola Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis dan Inovasi*, 9(1), 336-351.

- Kamath, R. (1997). Capital structure and firm performance: Evidence from a transition economy on an aspect of corporate governance. *Managerial Finance*, 23(10), 3-14.
- Kurniawan, D., & Pratama, G. (2023). The impact of growth opportunities on capital structure decisions in emerging markets. *International Journal of Economics and Finance*, 14(2), 56-68.
- Lee, H. J., & Lee, K. H. (2022). Risk Management and Capital Structure in ASEAN Markets: The Case of Indonesia and Malaysia. *International Journal of Financial Studies*, 10(4), 115-130.
- Lestari, R., & Aulia, S. (2024). Liquidity, growth opportunity, and capital structure: A study of firms in the ASEAN region. *Journal of Finance and Economics*, 12(3), 178-189.
- Lim, S. C., & Wong, M. K. (2024). Determinants of Capital Structure in ASEAN Manufacturing Firms: A Multi-Country Perspective. *Journal of International Business and Economics*, 12(1), 1–14.
- Manurung, E. (2021). Determinan Utang Perusahaan Industri Manufaktur di Indonesia yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011–2020. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 36(2), 195-210.
- Mariska, R., Mustafid, & Prahutama, A. (2016). Regresi Data Panel dan Aplikasinya dalam Kinerja Keuangan. *Jurnal Variansi*.

- Memon, P. A., Shah, M. S., Ghumro, N. H., & Rus, R. M. (2019). Capital Structure and Adjustment Speed: Evidence From Listed Manufacturing Firms in Malaysia and Indonesia. *Indonesian Capital Market Review*, 11(2), 7-30.
<https://doi.org/10.21002/icmr.v11i2.11607>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Mohd Noor, N. H., Azman, N. A., & Jamaluddin, S. (2021). The Impact of Growth Opportunity and Profitability on Capital Structure: Evidence from Malaysian Manufacturing Firms. *Malaysian Journal of Business and Economics*, 8(2), 55–65.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- Myers, S. C. (2020). Capital Structure and Firm Performance: Theoretical and Empirical Perspectives. *Journal of Financial Economics*, 18(3), 112-135.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

- Nawir, J., Hadi, A. R. A., & Dewi, F. D. (2023). Capital Structure and Company's Sustainability: Case Study of Public Listed Oil and Gas Companies in Indonesia and Malaysia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 25(1), 45-60.
- Ng, A. H., & Tan, S. K. (2023). Capital Structure and Firm Performance in ASEAN: Evidence from Indonesia and Malaysia. *Journal of Southeast Asian Economics*, 41(2), 225-245.
- Nguyen, T. H., Tran, Q. T., & Le, P. D. (2024). Capital Structure Dynamics and Determinants: Evidence from Southeast Asian Firms. *Journal of Asian Business Research*, 11(1), 35–49.
- Nguyen, T. M., Pham, H. Q., & Le, T. L. (2024). The Relevance of Capital Structure Determinants in Emerging Markets: Panel Data Evidence. *Emerging Markets Finance & Trade*, 60(1), 75–92.
- Nguyen, T. M., Pham, H. T., & Le, V. P. (2024). The Impact of Firm Characteristics on Capital Structure: Evidence from ASEAN Emerging Economies. *Journal of Asian Finance, Economics and Business (JAFEB)*, 11(2), 55–65.
- Nugraha, A., & Widodo, S. (2024). Firm size and tangibility as determinants of capital structure: Evidence from Southeast Asia. *Asian Economic and Financial Review*, 15(1), 43-58.
- Nugroho, A., & Lestari, M. P. (2022). Pengaruh likuiditas dan struktur aset terhadap struktur modal perusahaan manufaktur. *Jurnal Ekonomi dan Manajemen*, 15(3), 34–45.

- Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: Evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(1-2), 175–198. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00370>
- Pamungkas, D. S. (2023). The Effect Of Asset Structure, Size, Growth And Profitability Of The Company On The Capital Structure Of Manufacturing Companies. *CoValue Journal*, 14(6).
- Pangeran, F. (2011). Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan. Skripsi. Universitas XYZ.
- Pham, T. L., & Nguyen, P. T. (2021). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from ASEAN Countries. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 28(3), 52-71.
- Pluang. (2024). Rasio Utang Terhadap Ekuitas. Diakses dari <https://pluang.com/blog/glossary/rasio-utang-terhadap-ekuitas>
- Pratama, A., & Sari, M. (2021). Validasi Model Panel Data dengan Uji Chow, Hausman, dan LM. *Jurnal Ekonometrika Indonesia*, 12(2), 45-60.
- Pratama, R. A., & Wulandari, R. (2020). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Belanja Modal Pemerintah Daerah di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Pembangunan Indonesia*, 21(2), 124–135.
- Prieto, L., & Lee, S. (2019). Capital structure determinants in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 39, 100677.

- Purnasari, A., et al. (2020). Pengaruh Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Struktur Aktiva, dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2020-2022.
- Rachmawati, F., & Santoso, P. (2023). Corporate age, profitability, and capital structure: An empirical analysis. *Journal of Business and Management*, 29(3), 139-152.
- Rahman, A. A., & Sulaiman, N. (2023). Internal Determinants of Capital Structure in Manufacturing Firms: Evidence from Emerging Economies. *International Journal of Economics and Finance*, 15(2), 24–33.
- Rahman, A. A., Fadzil, F. H., & Saidi, M. A. (2023). Capital Structure Determinants in ASEAN Manufacturing Companies: A Comparative Study. *International Journal of Financial Research*, 14(1), 14–25.
- Rahman, F., & Sulaiman, M. (2023). Financial Factors Affecting Capital Structure in ASEAN Manufacturing Firms. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 10(2), 123-134.
- Rahman, M. F., Abdullah, M., & Haron, R. (2023). “Multicollinearity Diagnostic in Panel Data Estimation: Empirical Study on Southeast Asian Manufacturing Firms.” *Journal of Finance and Data Science*, 9(1), 41–56.
- Rahman, M. N. A., & Fadzil, F. H. (2023). Factors affecting capital structure of manufacturing companies in Malaysia. *Asian Journal of Accounting Perspectives*, 16(1), 77–92.

- Rahman, M., & Zainudin, R. (2023). "Capital Structure Determinants Across ASEAN Emerging Markets: A Panel Data Approach." *Asian Journal of Finance & Accounting*, 15(1), 45–63.
- Rahman, R. A., Zulkifli, N., & Ibrahim, H. (2023). "Cross-country analysis of capital structure determinants: Empirical evidence from ASEAN manufacturing firms." *International Journal of Business and Society*, 24(1), 102–117.
- Rahman, R., Zainudin, R., & Karim, M. R. A. (2023). Capital structure determinants across ASEAN firms: a cross-country panel data analysis. *Asian Economic and Financial Review*, 13(2), 89–102.
- Rahman, S. A., Halim, N. A., & Harun, R. (2023). The effects of firm-level characteristics on capital structure decisions in emerging markets. *International Journal of Economics and Management*, 17(2), 101–117.
- Rahmawati, A. (2023). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. Skripsi. Universitas Indonesia.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.

- Riyanto, B. (2011). *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan (Edisi Revisi)*. Yogyakarta: BPFE.
- Rosinta, D. (2018). *BAB III Metode Penelitian*. Repository STEI.
- Roslan, R., & Abdullah, M. (2019). Determinants of Capital Structure in Malaysian Manufacturing Companies. *International Journal of Business and Society*, 20(2), 456–472.
- Saad, R. M., & Almasarwah, A. (2024). Institutional quality and capital structure: Evidence from ASEAN manufacturing firms. *International Journal of Business and Society*, 25(1), 77–94.
- Sahabuddin, Z. A., & Setiawan, S. A. C. (2012). Balance Sheet Effect Sebagai Penentu Determinan Struktur Modal Enam Bursa Efek Pada Negara-Negara ASEAN. *Media Riset Akuntansi, Auditing & Informasi*, 12(3), 106-125.
- Salam, M., & Shourkashti, M. (2019). The Relationship Between Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysia. *Relasi: Jurnal Ekonomi*, 20(2), 457-467.
- Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65, 156-166.

- Saputra, D., & Lestari, E. (2023). Faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal di Asia Tenggara: Pendekatan data panel. *ASEAN Journal of Economics and Finance*, 8(2), 75–89.
- Saputri, D., & Margaretha, R. (2014). Analisis Struktur Modal dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 16(2), 123-134.
- Sari, D. P., & Handayani, S. R. (2020). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan*, 8(1), 1–10.
- Sari, F., & Kurniasih, M. (2022). “Analisis Multikolinearitas dalam Model Panel Data: Studi pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia.” *Jurnal Ilmu Ekonomi dan Bisnis*, 14(2), 112–123. (SINTA 2)
- Sari, M. (2021). Uji Heteroskedastisitas dengan Metode Glejser pada Data Panel Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Ekonometrika*, 12(1), 45-55.
- Sari, M. M., Sulastri, M., & Prasetyo, A. (2020). Dynamics of Firm’s Capital Structure Along The Life Cycle of Indonesian Manufacturing Firms. *Indonesian Journal of Business and Entrepreneurship*, 5(1), 21.
- Sari, R. M., & Harahap, D. A. (2009). Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal serta Dampaknya Terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Bursa Efek Malaysia). *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 7(1), 151–161.

- Setiadi, R., Yuliana, L., & Pratama, D. (2024). Tangibility and Capital Structure: A Study of Listed Non-Financial Firms in Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 39(1), 15–29. <https://ejournal.undip.ac.id/index.php/jebi>
- Silviani, R. (2024). Capital Structure, Profitability, Liquidity, and Growth: Their Impact on Firm Value in Manufacturing Companies. *Indonesian Journal of Business and Economics*, 12(1), 75-89.
- Siti, M., & Wijaya, R. (2023). The role of liquidity and profitability in determining capital structure in manufacturing companies. *Global Business Review*, 24(4), 1224-1239.
- Sulaiman, A., & Muhammad, A. (2022). Financial Risk Management and Capital Structure Decisions in ASEAN Financial Sectors. *Journal of Financial Markets and Risk Management*, 12(1), 34-49.
- Sulaiman, A., & Muhammad, N. A. (2022). The Impact of Financial Liquidity on Capital Structure: Evidence from Manufacturing Firms. *Journal of Financial Studies*, 12(3), 22–35.
- Surjadi, S., & Viviana, V. (2019). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Ekonomi*, 24(1), 129-143. Diakses dari: <https://www.ecojoin.org/index.php/EJE/article/download/507/486>
- Susanti, A. (2021). Analisis Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia dan Malaysia: Pendekatan Regresi Data Panel. Skripsi, Universitas Indonesia.

- Susanto, B., & Abadi, Y. (2023). Pengaruh Variabel Keuangan terhadap Struktur Modal Perusahaan di ASEAN: Pendekatan Model Random Effect. *Jurnal Manajemen dan Keuangan*, 15(1), 34-48.
- Susanto, R. (2022). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Bisnis Indonesia*, 15(1), 55-70.
- Tan, L. Y., Abdullah, M. M., & Liew, C. Y. (2023). “Panel Data Regression Analysis on Capital Structure in ASEAN Manufacturing Firms.” *Journal of Applied Economics and Policy Studies*, 11(2), 89–104.
- Tan, S. C., Low, Y. P., & Mahadi, R. (2023). The Influence of Internal and External Factors on Capital Structure: Evidence from ASEAN Markets. *Asian Journal of Accounting Research*, 8(1), 112–130.
- Tan, S. Y., Lee, K. W., & Lim, J. H. (2023). Capital structure determinants in ASEAN: A comparative study. *International Journal of Emerging Markets*, 18(1), 145–160.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.
- Utami, W., & Darmawan, F. (2018). Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Aset dan Likuiditas terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 7(7), 1–18.

- Wahidah, I., Ismi, R., & Nurfadilahi. (2018). Estimasi Model Regresi Data Panel dengan Fixed Effect.
- Wahyudi, S., & Prasetiono, P. (2016). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Struktur Aset terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 20(3), 476–485.
- Widarjono, A. (2007). *Ekonometrika: Teori dan Aplikasi untuk Ekonomi dan Bisnis*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Widarjono, A. (2018). *Ekonometrika: Teori dan Aplikasi untuk Ekonomi dan Bisnis*.
- Wijaya, D., & Sari, M. (2023). Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal: Studi Empiris di Pasar Berkembang. *ASEAN Journal of Business Research*, 9(2), 102-115.
- Wijaya, H. (2021). The Effect of Firm Size, Liquidity, and Growth Opportunity on Capital Structure in Manufacturing Companies in Malaysia. *Asian Journal of Business and Finance*, 9(2), 88-102.
- Wijaya, R., & Sunarto, H. (2024). Analisis model Fixed Effect pada struktur modal perusahaan ASEAN. *International Journal of Business and Finance*, 11(1), 50–66.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data* (2nd ed.). MIT Press.

- Wooldridge, J. M. (2021). *Introductory Econometrics: A Modern Approach* (7th ed.). Cengage Learning.
- World Bank. (2020). *World Development Indicators*. Washington, DC: The World Bank. <https://data.worldbank.org>
- Yusuf, M. (2024). Comparative Analysis of Capital Structure Determinants in Indonesia and Malaysia's Manufacturing Industry. *International Journal of Economics and Finance*, 14(1), 35-50.
- Zainudin, N., et al. (2021). The Role of Firm Size and Age in Capital Structure Decisions: Evidence from Developing Countries. *International Journal of Finance & Economics*, 28(1), 45-59.
- Zainudin, R., Hashim, N. A., & Mustapha, M. (2021). "Firm-specific determinants of capital structure in ASEAN-5: Evidence from panel data analysis." *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(5), 777–785.
- Zainudin, R., Nordin, N., & Mahdzan, N. S. (2021). Firm-specific factors and capital structure decisions: Evidence from developing countries. *International Journal of Economics and Management*, 15(1), 57–75.
- Zainudin, W. N. R. A., Ibrahim, S., & Md Nasir, A. (2021). Firm Characteristics and Capital Structure Decisions: Evidence from Malaysia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 385–394.

Zainudin, W. N. R. W., Md-Rus, R., & Ismail, W. A. W. (2021). Capital structure determinants in ASEAN: An empirical investigation. *Asian Journal of Business Research*, 11(1), 45–60.

Zulkarnain, M., & Ismail, R. (2023). The Influence of Profitability, Firm Size, and Growth Opportunity on Capital Structure: Comparative Study Between Indonesia and Malaysia. *International Journal of Finance and Economics*.

LAMPIRAN

Lampiran 1: Hasil Uji Analisis Statistik Deskriptif Malaysia dan Indonesia

1. Malaysia

Date: 04/29/25 Time: 22:23 Sample: 2019 2023							
	DAR	GROWTH	LIQUIDITY	TANGIBILITY	ROA	SIZE	USIA
Mean	0.352428	0.612135	4.421642	0.594325	0.099034	12.30624	3.275689
Median	0.320300	0.144350	2.079500	0.610950	0.075600	12.13870	3.295800
Maximum	0.928200	24.62800	50.50000	0.936600	0.562600	15.79850	6.918700
Minimum	0.014300	0.001500	0.345200	0.025200	-0.089400	9.028600	0.693100
Std. Dev.	0.209194	2.060046	7.236660	0.188656	0.091663	1.412609	0.840021
Skewness	0.470169	7.598297	3.741655	-0.428862	1.720473	0.423415	-0.600698
Kurtosis	2.511235	73.20326	18.22143	2.698112	6.720311	2.999486	4.385797
Jarque-Bera	16.37894	75241.75	4195.505	12.05791	374.5121	10.45802	49.05517
Probability	0.000278	0.000000	0.000000	0.002408	0.000000	0.005359	0.000000
Sum	123.3497	214.2474	1547.575	208.0139	34.66200	4307.184	1146.491
Sum Sq. Dev.	15.27303	1481.083	18276.87	12.42127	2.932349	696.4173	246.2666
Observations	350	350	350	350	350	350	350

2. Indonesia

Date: 04/29/25 Time: 22:36 Sample: 2019 2023							
	DAR	GROWTH	LIQUIDITY	TANGIBILITY	ROA	SIZE	USIA
Mean	0.894760	1.359503	2.061890	0.977033	0.021428	12.34818	3.348360
Median	0.535400	0.192400	1.536700	0.583800	0.015700	12.37560	3.401200
Maximum	40.73580	203.1677	9.954200	29.63920	0.251000	16.30900	4.700500
Minimum	0.093200	0.001400	0.026500	0.026700	0.000300	7.022100	0.693100
Std. Dev.	2.660610	11.50955	1.709902	2.154008	0.021432	1.639494	0.675026
Skewness	12.25950	17.20376	2.142310	8.978149	4.938147	0.000215	-1.166411
Kurtosis	171.5285	301.9853	8.344416	106.6866	45.27993	2.701237	4.788988
Jarque-Bera	380664.6	1188811.	615.8347	145337.7	24742.38	1.171535	113.4333
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.556679	0.000000
Sum	281.8495	428.2435	649.4954	307.7654	6.749700	3889.677	1054.733
Sum Sq. Dev.	2222.757	41595.49	918.0619	1456.881	0.144229	844.0128	143.0772
Observations	315	315	315	315	315	315	315

Lampiran 2: Hasil Analisis Model Regresi Data Panel Malaysia, Indonesia, dan Kedua Negara

1. Pooled Model Malaysia

Dependent Variable: DEBT_TO_ASSET Method: Panel Least Squares Date: 05/19/25 Time: 23:15 Sample: 2019 2023 Periods included: 5 Cross-sections included: 93 Total panel (unbalanced) observations: 350				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.072218	0.081303	0.888258	0.3750
GROWTH_OPPORTUNITY	0.015320	0.004327	3.540779	0.0005
LIQUIDITY	-0.233332	0.052500	-4.444406	0.0000
TANGIBILITY	-0.013972	0.001238	-11.28373	0.0000
ROA	0.067699	0.105210	0.643464	0.5204
UKURAN_PERUSAHAAN	0.045054	0.006872	6.556310	0.0000
USIA_PERUSAHAAN	-0.027432	0.011240	-2.440505	0.0152
Root MSE	0.160104	R-squared		0.412588
Mean dependent var	0.352428	Adjusted R-squared		0.402313
S.D. dependent var	0.209196	S.E. of regression		0.161730
Akaike info criterion	-0.785984	Sum squared resid		8.971676
Schwarz criterion	-0.708825	Log likelihood		144.5471
Hannan-Quinn criter.	-0.755272	F-statistic		40.15293
Durbin-Watson stat	0.096308	Prob(F-statistic)		0.000000

2. Pooled Model Indonesia

Dependent Variable: DEBT_TO_ASSET Method: Panel Least Squares Date: 05/01/25 Time: 05:38 Sample: 2019 2023 Periods included: 5 Cross-sections included: 87 Total panel (unbalanced) observations: 315				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.032240	1.258142	2.410093	0.0165
GROWTH_OPPORTUNITY	-0.001882	0.012932	-0.145515	0.8844
LIQUIDITY	-0.037782	0.146345	-0.258168	0.7964
TANGIBILITY	0.048464	0.072551	0.667999	0.5046
ROA	1.109839	11.60592	0.095627	0.9239
UKURAN_PERUSAHAAN	-0.320489	0.100268	-3.196332	0.0015
USIA_PERUSAHAAN	0.546330	0.234221	2.332539	0.0203
Root MSE	2.595287	R-squared		0.045470
Mean dependent var	0.894762	Adjusted R-squared		0.026876
S.D. dependent var	2.660610	S.E. of regression		2.624613
Akaike info criterion	4.789716	Sum squared resid		2121.687
Schwarz criterion	4.873106	Log likelihood		-747.3802
Hannan-Quinn criter.	4.823033	F-statistic		2.445342
Durbin-Watson stat	1.454067	Prob(F-statistic)		0.025225

3. Pooled Model Malaysia dan Indonesia

Dependent Variable: DEBT_TO_ASSET
Method: Panel Least Squares
Date: 05/02/25 Time: 01:54
Sample: 2019 2023
Periods included: 5
Cross-sections included: 180
Total panel (unbalanced) observations: 665

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.867270	0.623540	2.994627	0.0029
GROWTH_OPPORTUNITY	0.000842	0.008835	0.095314	0.9241
LIQUIDITY	-0.028671	0.013073	-2.193167	0.0286
TANGIBILITY	0.098818	0.048426	2.040600	0.0417
ROA	7.066201	3.739462	1.889631	0.0592
UKURAN_PERUSAHAAN	-0.159769	0.051100	-3.126569	0.0018
USIA_PERUSAHAAN	0.197199	0.098532	2.001376	0.0458
Root MSE	1.820105	R-squared		0.036642
Mean dependent var	0.609323	Adjusted R-squared		0.027857
S.D. dependent var	1.855792	S.E. of regression		1.829761
Akaike info criterion	4.056718	Sum squared resid		2203.000
Schwarz criterion	4.104084	Log likelihood		-1341.859
Hannan-Quinn criter.	4.075071	F-statistic		4.171236
Durbin-Watson stat	1.425725	Prob(F-statistic)		0.000398

4. Fixed Effect Model Malaysia

Dependent Variable: DEBT_TO_ASSET Method: Panel Least Squares Date: 05/19/25 Time: 23:16 Sample: 2019 2023 Periods included: 5 Cross-sections included: 93 Total panel (unbalanced) observations: 350				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.596876	0.250058	-2.386954	0.0177
GROWTH_OPPORTUNITY	0.009161	0.001874	4.887120	0.0000
LIQUIDITY	-0.014889	0.055947	-0.266124	0.7904
TANGIBILITY	-0.013091	0.001979	-6.615551	0.0000
ROA	-0.221121	0.054636	-4.047154	0.0001
UKURAN_PERUSAHAAN	0.117114	0.020500	5.712919	0.0000
USIA_PERUSAHAAN	-0.124830	0.024895	-5.014156	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	0.037609	R-squared	0.967587	
Mean dependent var	0.352428	Adjusted R-squared	0.954932	
S.D. dependent var	0.209196	S.E. of regression	0.044411	
Akaike info criterion	-3.157447	Sum squared resid	0.495046	
Schwarz criterion	-2.066203	Log likelihood	651.5532	
Hannan-Quinn criter.	-2.723093	F-statistic	76.45808	
Durbin-Watson stat	1.192967	Prob(F-statistic)	0.000000	

5. Fixed Effect Model Indonesia

Dependent Variable: DEBT_TO_ASSET Method: Panel Least Squares Date: 05/01/25 Time: 05:40 Sample: 2019 2023 Periods included: 5 Cross-sections included: 87 Total panel (unbalanced) observations: 315				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	19.66096	8.254669	2.381799	0.0181
GROWTH_OPPORTUNITY	0.015974	0.018260	0.874832	0.3826
LIQUIDITY	-0.242388	0.278557	-0.870154	0.3852
TANGIBILITY	-0.129805	0.119396	-1.087174	0.2781
ROA	0.445514	12.27431	0.036296	0.9711
UKURAN_PERUSAHAAN	-1.371225	0.452842	-3.028042	0.0028
USIA_PERUSAHAAN	-0.369949	1.914199	-0.193266	0.8469
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	2.071662	R-squared	0.391786	
Mean dependent var	0.894762	Adjusted R-squared	0.139733	
S.D. dependent var	2.660610	S.E. of regression	2.467730	
Akaike info criterion	4.885056	Sum squared resid	1351.912	
Schwarz criterion	5.992958	Log likelihood	-676.3963	
Hannan-Quinn criter.	5.327704	F-statistic	1.554382	
Durbin-Watson stat	2.187180	Prob(F-statistic)	0.004599	

6. Fixed Effect Model Malaysia dan Indonesia

Dependent Variable: DEBT_TO_ASSET Method: Panel Least Squares Date: 05/02/25 Time: 01:55 Sample: 2019 2023 Periods included: 5 Cross-sections included: 180 Total panel (unbalanced) observations: 665				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	15.28528	4.067797	3.757630	0.0002
GROWTH_OPPORTUNITY	0.013994	0.012241	1.143188	0.2535
LIQUIDITY	-0.045156	0.067533	-0.668650	0.5040
TANGIBILITY	-0.092859	0.078079	-1.189306	0.2349
ROA	-3.661235	7.123078	-0.513996	0.6075
UKURAN_PERUSAHAAN	-1.184992	0.284393	-4.166746	0.0000
USIA_PERUSAHAAN	0.053287	0.747077	0.071327	0.9432
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	1.433981	R-squared	0.402027	
Mean dependent var	0.609323	Adjusted R-squared	0.171077	
S.D. dependent var	1.855792	S.E. of regression	1.689610	
Akaike info criterion	4.118185	Sum squared resid	1367.441	
Schwarz criterion	5.376772	Log likelihood	-1183.296	
Hannan-Quinn criter.	4.605851	F-statistic	1.740753	
Durbin-Watson stat	2.190390	Prob(F-statistic)	0.000001	

7. Random Effect Model Malaysia

Dependent Variable: DEBT_TO_ASSET					
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)					
Date: 05/19/25 Time: 23:16					
Sample: 2019 2023					
Periods included: 5					
Cross-sections included: 93					
Total panel (unbalanced) observations: 350					
Swamy and Arora estimator of component variances					
Variable		Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C		-0.095084	0.126018	-0.754524	0.4511
GROWTH_OPPORTUNITY		0.008069	0.001781	4.531851	0.0000
LIQUIDITY		-0.060084	0.047552	-1.263539	0.2073
TANGIBILITY		-0.013302	0.001408	-9.444455	0.0000
ROA		-0.224201	0.052320	-4.285228	0.0000
UKURAN_PERUSAHAAN		0.058070	0.010662	5.446433	0.0000
USIA_PERUSAHAAN		-0.045730	0.014803	-3.089245	0.0022
Effects Specification				S.D.	Rho
Cross-section random				0.157589	0.9264
Idiosyncratic random				0.044411	0.0736
Weighted Statistics					
Root MSE		0.045575	R-squared	0.325022	
Mean dependent var		0.048663	Adjusted R-squared	0.313215	
S.D. dependent var		0.056220	S.E. of regression	0.046038	
Sum squared resid		0.726979	F-statistic	27.52744	
Durbin-Watson stat		0.874181	Prob(F-statistic)	0.000000	
Unweighted Statistics					
R-squared		0.329931	Mean dependent var	0.352428	
Sum squared resid		10.23413	Durbin-Watson stat	0.062097	

8. Random Effect Model Indonesia

Dependent Variable: DEBT_TO_ASSET					
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)					
Date: 05/01/25 Time: 05:40					
Sample: 2019 2023					
Periods included: 5					
Cross-sections included: 87					
Total panel (unbalanced) observations: 315					
Swamy and Arora estimator of component variances					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	3.301278	1.428873	2.310406	0.0215	
GROWTH_OPPORTUNITY	-0.000848	0.012913	-0.065684	0.9477	
LIQUIDITY	-0.044100	0.151169	-0.291725	0.7707	
TANGIBILITY	0.050505	0.072100	0.700489	0.4842	
ROA	0.601045	11.36318	0.052894	0.9579	
UKURAN_PERUSAHAAN	-0.349900	0.113789	-3.074985	0.0023	
USIA_PERUSAHAAN	0.582715	0.264578	2.202431	0.0284	
Effects Specification				S.D.	Rho
Cross-section random				0.887144	0.1144
Idiosyncratic random				2.467730	0.8856
Weighted Statistics					
Root MSE	2.467335	R-squared	0.043777		
Mean dependent var	0.734745	Adjusted R-squared	0.025149		
S.D. dependent var	2.530416	S.E. of regression	2.495216		
Sum squared resid	1917.639	F-statistic	2.350074		
Durbin-Watson stat	1.605388	Prob(F-statistic)	0.031050		
Unweighted Statistics					
R-squared	0.045039	Mean dependent var	0.894762		
Sum squared resid	2122.645	Durbin-Watson stat	1.450339		

9. Random Effect Model Malaysia dan Indonesia

Dependent Variable: DEBT_TO_ASSET					
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)					
Date: 05/02/25 Time: 01:56					
Sample: 2019 2023					
Periods included: 5					
Cross-sections included: 180					
Total panel (unbalanced) observations: 665					
Swamy and Arora estimator of component variances					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	2.100048	0.723434	2.902889	0.0038	
GROWTH_OPPORTUNITY	0.001590	0.008768	0.181347	0.8562	
LIQUIDITY	-0.029619	0.014673	-2.018577	0.0439	
TANGIBILITY	0.099388	0.047780	2.080131	0.0379	
ROA	5.663133	4.112554	1.377036	0.1690	
UKURAN_PERUSAHAAN	-0.183756	0.059323	-3.097550	0.0020	
USIA_PERUSAHAAN	0.223412	0.113219	1.973269	0.0489	
Effects Specification				S.D.	Rho
Cross-section random				0.667836	0.1351
Idiosyncratic random				1.689610	0.8649
Weighted Statistics					
Root MSE	1.712056	R-squared		0.033663	
Mean dependent var	0.480024	Adjusted R-squared		0.024852	
S.D. dependent var	1.744813	S.E. of regression		1.721139	
Sum squared resid	1949.206	F-statistic		3.820329	
Durbin-Watson stat	1.607374	Prob(F-statistic)		0.000942	
Unweighted Statistics					
R-squared	0.036001	Mean dependent var		0.609323	
Sum squared resid	2204.467	Durbin-Watson stat		1.421252	

LAMPIRAN 3: Uji Chow, Uji Hausman dan Uji LM

Redundant Fixed Effects Tests				
Equation: Untitled				
Test cross-section fixed effects				
Effects Test		Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F		46.715789	(92,251)	0.0000
Cross-section Chi-square		1014.012077	92	0.0000
Cross-section fixed effects test equation:				
Dependent Variable: DEBT_TO_ASSET				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/02/25 Time: 22:26				
Sample: 2019 2023				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 93				
Total panel (unbalanced) observations: 350				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.072218	0.081303	0.888258	0.3750
GROWTH_OPPORTUNITY	0.015320	0.004327	3.540779	0.0005
LIQUIDITY	-0.013972	0.001238	-11.28373	0.0000
TANGIBILITY	-0.233332	0.052500	-4.444406	0.0000
ROA	0.067699	0.105210	0.643464	0.5204
UKURAN_PERUSAHAAN	0.045054	0.006872	6.556310	0.0000
USIA_PERUSAHAAN	-0.027432	0.011240	-2.440505	0.0152
Root MSE	0.160104	R-squared	0.412588	
Mean dependent var	0.352428	Adjusted R-squared	0.402313	
S.D. dependent var	0.209196	S.E. of regression	0.161730	
Akaike info criterion	-0.785984	Sum squared resid	8.971676	
Schwarz criterion	-0.708825	Log likelihood	144.5471	
Hannan-Quinn criter.	-0.755272	F-statistic	40.15293	
Durbin-Watson stat	0.096308	Prob(F-statistic)	0.000000	

Redundant Fixed Effects Tests				
Equation: Untitled				
Test cross-section fixed effects				
Effects Test		Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F		1.469840	(86,222)	0.0131
Cross-section Chi-square		141.967903	86	0.0001
Cross-section fixed effects test equation:				
Dependent Variable: DEBT_TO_ASSET				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/02/25 Time: 04:36				
Sample: 2019 2023				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 87				
Total panel (unbalanced) observations: 315				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.032240	1.258142	2.410093	0.0165
GROWTH_OPPORTUNITY	-0.001882	0.012932	-0.145515	0.8844
LIQUIDITY	-0.037782	0.146345	-0.258168	0.7964
TANGIBILITY	0.048464	0.072551	0.667999	0.5046
ROA	1.109839	11.60592	0.095627	0.9239
UKURAN_PERUSAHAAN	-0.320489	0.100268	-3.196332	0.0015
USIA_PERUSAHAAN	0.546330	0.234221	2.332539	0.0203
Root MSE	2.595287	R-squared		0.045470
Mean dependent var	0.894762	Adjusted R-squared		0.026876
S.D. dependent var	2.660610	S.E. of regression		2.624613
Akaike info criterion	4.789716	Sum squared resid		2121.687
Schwarz criterion	4.873106	Log likelihood		-747.3802
Hannan-Quinn criter.	4.823033	F-statistic		2.445342
Durbin-Watson stat	1.454067	Prob(F-statistic)		0.025225

Redundant Fixed Effects Tests				
Equation: Untitled				
Test cross-section fixed effects				
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.	
Cross-section F	1.635127	(179,479)	0.0000	
Cross-section Chi-square	317.124736	179	0.0000	
Cross-section fixed effects test equation:				
Dependent Variable: DEBT_TO_ASSET				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/02/25 Time: 04:15				
Sample: 2019 2023				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 180				
Total panel (unbalanced) observations: 665				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.867270	0.623540	2.994627	0.0029
GROWTH_OPPORTUNITY	0.000842	0.008835	0.095314	0.9241
LIQUIDITY	-0.028671	0.013073	-2.193167	0.0286
TANGIBILITY	0.098818	0.048426	2.040600	0.0417
ROA	7.066201	3.739462	1.889631	0.0592
UKURAN_PERUSAHAAN	-0.159769	0.051100	-3.126569	0.0018
USIA_PERUSAHAAN	0.197199	0.098532	2.001376	0.0458
Root MSE	1.820105	R-squared		0.036642
Mean dependent var	0.609323	Adjusted R-squared		0.027857
S.D. dependent var	1.855792	S.E. of regression		1.829761
Akaike info criterion	4.056718	Sum squared resid		2203.000
Schwarz criterion	4.104084	Log likelihood		-1341.859
Hannan-Quinn criter.	4.075071	F-statistic		4.171236
Durbin-Watson stat	1.425725	Prob(F-statistic)		0.000398

Redundant Fixed Effects Tests				
Equation: Untitled				
Test cross-section fixed effects				
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.	
Cross-section F	1.635127	(179,479)	0.0000	
Cross-section Chi-square	317.124736	179	0.0000	
Cross-section fixed effects test equation: Dependent Variable: DEBT_TO_ASSET Method: Panel Least Squares Date: 05/02/25 Time: 04:15 Sample: 2019 2023 Periods included: 5 Cross-sections included: 180 Total panel (unbalanced) observations: 665				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.867270	0.623540	2.994627	0.0029
GROWTH_OPPORTUNITY	0.000842	0.008835	0.095314	0.9241
LIQUIDITY	-0.028671	0.013073	-2.193167	0.0286
TANGIBILITY	0.098818	0.048426	2.040600	0.0417
ROA	7.066201	3.739462	1.889631	0.0592
UKURAN_PERUSAHAAN	-0.159769	0.051100	-3.126569	0.0018
USIA_PERUSAHAAN	0.197199	0.098532	2.001376	0.0458
Root MSE	1.820105	R-squared		0.036642
Mean dependent var	0.609323	Adjusted R-squared		0.027857
S.D. dependent var	1.855792	S.E. of regression		1.829761
Akaike info criterion	4.056718	Sum squared resid		2203.000
Schwarz criterion	4.104084	Log likelihood		-1341.859
Hannan-Quinn criter.	4.075071	F-statistic		4.171236
Durbin-Watson stat	1.425725	Prob(F-statistic)		0.000398

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		30.278832	6	0.0000
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
GROWTH OPPORTUNITY	0.009161	0.008069	0.000000	0.0625
LIQUIDITY	-0.013091	-0.013302	0.000002	0.8796
TANGIBILITY	-0.014889	-0.060084	0.000869	0.1252
ROA	-0.221121	-0.224201	0.000248	0.8449
UKURAN PERUSAHAAN	0.117114	0.058070	0.000307	0.0007
USIA PERUSAHAAN	-0.124830	-0.045730	0.000401	0.0001
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: DEBT_TO_ASSET				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/02/25 Time: 22:31				
Sample: 2019 2023				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 93				
Total panel (unbalanced) observations: 350				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.596876	0.250058	-2.386954	0.0177
GROWTH OPPORTUNITY	0.009161	0.001874	4.887120	0.0000
LIQUIDITY	-0.013091	0.001979	-6.615551	0.0000
TANGIBILITY	-0.014889	0.055947	-0.266124	0.7904
ROA	-0.221121	0.054636	-4.047154	0.0001
UKURAN PERUSAHAAN	0.117114	0.020500	5.712919	0.0000
USIA PERUSAHAAN	-0.124830	0.024895	-5.014156	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	0.037609	R-squared	0.967587	
Mean dependent var	0.352428	Adjusted R-squared	0.954932	
S.D. dependent var	0.209196	S.E. of regression	0.044411	
Akaike info criterion	-3.157447	Sum squared resid	0.495046	
Schwarz criterion	-2.066203	Log likelihood	651.5532	
Hannan-Quinn criter.	-2.723093	F-statistic	76.45808	
Durbin-Watson stat	1.192967	Prob(F-statistic)	0.000000	

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		8.607976	6	0.1969
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
GROWTH OPPORTUNITY	0.015974	-0.000848	0.000167	0.1926
LIQUIDITY	-0.242388	-0.044100	0.054742	0.3967
TANGIBILITY	-0.129805	0.050505	0.009057	0.0581
ROA	0.445514	0.601045	21.536788	0.9733
UKURAN PERUSAHAAN	-1.371225	-0.349900	0.192118	0.0198
USIA PERUSAHAAN	-0.369949	0.582715	3.594156	0.6153
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: DEBT_TO_ASSET				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/02/25 Time: 23:19				
Sample: 2019 2023				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 87				
Total panel (unbalanced) observations: 315				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	19.66096	8.254669	2.381799	0.0181
GROWTH OPPORTUNITY	0.015974	0.018260	0.874832	0.3826
LIQUIDITY	-0.242388	0.278557	-0.870154	0.3852
TANGIBILITY	-0.129805	0.119396	-1.087174	0.2781
ROA	0.445514	12.27431	0.036296	0.9711
UKURAN PERUSAHAAN	-1.371225	0.452842	-3.028042	0.0028
USIA PERUSAHAAN	-0.369949	1.914199	-0.193266	0.8469
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	2.071662	R-squared	0.391786	
Mean dependent var	0.894762	Adjusted R-squared	0.139733	
S.D. dependent var	2.660610	S.E. of regression	2.467730	
Akaike info criterion	4.885056	Sum squared resid	1351.912	
Schwarz criterion	5.992958	Log likelihood	-676.3963	
Hannan-Quinn criter.	5.327704	F-statistic	1.554382	
Durbin-Watson stat	2.187180	Prob(F-statistic)	0.004599	

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	18.873611		6	0.0044
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
GROWTH OPPORTUNITY	0.013994	0.001590	0.000073	0.1465
LIQUIDITY	-0.045156	-0.029619	0.004345	0.8137
TANGIBILITY	-0.092859	0.099388	0.003813	0.0019
ROA	-3.661235	5.663133	33.825132	0.1089
UKURAN PERUSAHAAN	-1.184992	-0.183756	0.077360	0.0003
USIA PERUSAHAAN	0.053287	0.223412	0.545305	0.8178
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: DEBT_TO_ASSET				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/02/25 Time: 04:18				
Sample: 2019 2023				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 180				
Total panel (unbalanced) observations: 665				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	15.28528	4.067797	3.757630	0.0002
GROWTH OPPORTUNITY	0.013994	0.012241	1.143188	0.2535
LIQUIDITY	-0.045156	0.067533	-0.668650	0.5040
TANGIBILITY	-0.092859	0.078079	-1.189306	0.2349
ROA	-3.661235	7.123078	-0.513996	0.6075
UKURAN PERUSAHAAN	-1.184992	0.284393	-4.166746	0.0000
USIA PERUSAHAAN	0.053287	0.747077	0.071327	0.9432
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	1.433981	R-squared	0.402027	
Mean dependent var	0.609323	Adjusted R-squared	0.171077	
S.D. dependent var	1.855792	S.E. of regression	1.689610	
Akaike info criterion	4.118185	Sum squared resid	1367.441	
Schwarz criterion	5.376772	Log likelihood	-1183.296	
Hannan-Quinn criter.	4.605851	F-statistic	1.740753	
Durbin-Watson stat	2.190390	Prob(F-statistic)	0.000001	

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	0.105230 (0.7456)	14.89272 (0.0001)	14.99795 (0.0001)
Honda	0.324392 (0.3728)	3.859109 (0.0001)	2.958182 (0.0015)
King-Wu	0.324392 (0.3728)	3.859109 (0.0001)	3.838459 (0.0001)
Standardized Honda	0.589288 (0.2778)	4.989166 (0.0000)	-3.009772 (0.9987)
Standardized King-Wu	0.589288 (0.2778)	4.989166 (0.0000)	1.431248 (0.0762)
Gourieroux, et al.	--	--	14.99795 (0.0002)

Lampiran 4: Uji T, Uji F, Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Dependent Variable: DEBT_TO_ASSET Method: Panel Least Squares Date: 05/08/25 Time: 01:33 Sample: 2019 2023 Periods included: 5 Cross-sections included: 93 Total panel (unbalanced) observations: 350				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.596876	0.250058	-2.386954	0.0177
GROWTH_OPPORTUNITY	0.009161	0.001874	4.887120	0.0000
LIQUIDITY	-0.013091	0.001979	-6.615551	0.0000
TANGIBILITY	-0.014889	0.055947	-0.266124	0.7904
ROA	-0.221121	0.054636	-4.047154	0.0001
UKURAN_PERUSAHAAN	0.117114	0.020500	5.712919	0.0000
USIA_PERUSAHAAN	-0.124830	0.024895	-5.014156	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	0.037609	R-squared	0.967587	
Mean dependent var	0.352428	Adjusted R-squared	0.954932	
S.D. dependent var	0.209196	S.E. of regression	0.044411	
Akaike info criterion	-3.157447	Sum squared resid	0.495046	
Schwarz criterion	-2.066203	Log likelihood	651.5532	
Hannan-Quinn criter.	-2.723093	F-statistic	76.45808	
Durbin-Watson stat	1.192967	Prob(F-statistic)	0.000000	

Dependent Variable: DEBT TO ASSET					
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)					
Date: 05/08/25 Time: 02:36					
Sample: 2019 2023					
Periods included: 5					
Cross-sections included: 87					
Total panel (unbalanced) observations: 315					
Swamy and Arora estimator of component variances					
Variable		Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C		3.301278	1.428873	2.310406	0.0215
GROWTH OPPORTUNITY		-0.000848	0.012913	-0.065684	0.9477
LIQUIDITY		-0.044100	0.151169	-0.291725	0.7707
TANGIBILITY		0.050505	0.072100	0.700489	0.4842
ROA		0.601045	11.36318	0.052894	0.9579
UKURAN PERUSAHAAN		-0.349900	0.113789	-3.074985	0.0023
USIA_PERUSAHAAN		0.582715	0.264578	2.202431	0.0284
Effects Specification				S.D.	Rho
Cross-section random				0.887144	0.1144
Idiosyncratic random				2.467730	0.8856
Weighted Statistics					
Root MSE		2.467335	R-squared	0.043777	
Mean dependent var		0.734745	Adjusted R-squared	0.025149	
S.D. dependent var		2.530416	S.E. of regression	2.495216	
Sum squared resid		1917.639	F-statistic	2.350074	
Durbin-Watson stat		1.605388	Prob(F-statistic)	0.031050	
Unweighted Statistics					
R-squared		0.045039	Mean dependent var	0.894762	
Sum squared resid		2122.645	Durbin-Watson stat	1.450339	

Dependent Variable: DEBT_TO_ASSET Method: Panel Least Squares Date: 05/08/25 Time: 02:40 Sample: 2019 2023 Periods included: 5 Cross-sections included: 180 Total panel (unbalanced) observations: 665				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	15.28528	4.067797	3.757630	0.0002
GROWTH_OPPORTUNITY	0.013994	0.012241	1.143188	0.2535
LIQUIDITY	-0.045156	0.067533	-0.668650	0.5040
TANGIBILITY	-0.092859	0.078079	-1.189306	0.2349
ROA	-3.661235	7.123078	-0.513996	0.6075
UKURAN_PERUSAHAAN	-1.184992	0.284393	-4.166746	0.0000
USIA_PERUSAHAAN	0.053287	0.747077	0.071327	0.9432
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	1.433981	R-squared	0.402027	
Mean dependent var	0.609323	Adjusted R-squared	0.171077	
S.D. dependent var	1.855792	S.E. of regression	1.689610	
Akaike info criterion	4.118185	Sum squared resid	1367.441	
Schwarz criterion	5.376772	Log likelihood	-1183.296	
Hannan-Quinn criter.	4.605851	F-statistic	1.740753	
Durbin-Watson stat	2.190390	Prob(F-statistic)	0.000001	

Lampiran 5: Hasil Uji Multikolinearitas Malaysia, Indonesia, dan Kedua Negara

Correlation

	GROWTH_OPPORTUNITY	LIQUIDITY	TANGIBILITY	ROA	UKURAN_PERUSAHAAN	USIA_PERUSAHAAN
GROW	1.000000	-0.051282	-0.122544	0.223190	-0.072085	0.000959
LIQUIDI	-0.051282	1.000000	-0.060506	-0.133135	-0.207273	-0.073701
TANGIB	-0.122544	-0.060506	1.000000	-0.335627	0.311389	0.231832
ROA	0.223190	-0.133135	-0.335627	1.000000	-0.031204	0.096260
UKURA	-0.072085	-0.207273	0.311389	-0.031204	1.000000	0.338836
USIA_P	0.000959	-0.073701	0.231832	0.096260	0.338836	1.000000

Correlation

	GROWTH_O	LIQUIDITY	TANGIBILITY	ROA	UKURAN_P	USIA_PERU
GROW	1.000000	-0.039648	-0.013629	-0.021387	-0.075752	-0.026998
LIQUIDI	-0.039648	1.000000	-0.160920	0.803920	0.044267	0.053009
TANGIB	-0.013629	-0.160920	1.000000	-0.132673	-0.258584	-0.021580
ROA	-0.021387	0.803920	-0.132673	1.000000	0.055441	0.025712
UKURA	-0.075752	0.044267	-0.258584	0.055441	1.000000	0.333186
USIA_P	-0.026998	0.053009	-0.021580	0.025712	0.333186	1.000000

Correlation

	GROWTH_O	LIQUIDITY	TANGIBILITY	ROA	UKURAN_P	USIA_PERU
GROW	1.000000	-0.026897	-0.009663	0.006303	-0.063897	-0.014135
LIQUIDI	-0.026897	1.000000	-0.066023	-0.002423	-0.132834	-0.059786
TANGIB	-0.009663	-0.066023	1.000000	-0.034358	-0.170159	0.008887
ROA	0.006303	-0.002423	-0.034358	1.000000	0.095418	0.055280
UKURA	-0.063897	-0.132834	-0.170159	0.095418	1.000000	0.330571
USIA_P	-0.014135	-0.059786	0.008887	0.055280	0.330571	1.000000