

LIKUIDITAS, STRUKTUR ASET, KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP STRUKTUR MODAL DENGAN *FIRM SIZE* SEBAGAI MODERASI

Richard Julian¹, Herman Ruslim²

¹Program Studi Magister Akuntansi, Universitas Tarumanagara

Email: richard.127192008@stu.untar.ac.id

² Program Studi Magister Akuntansi, Universitas Tarumanagara

Email: herman.ruslim@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisa pengaruh dari likuiditas, struktur aset, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap struktur modal dengan *firm size* sebagai variabel moderasi. Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan mengambil populasi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sektor properti. Sampel dipilih dengan teknik *purposive sampling* sehingga diperoleh sampel sejumlah 17 perusahaan properti. Metode analisis data yang digunakan adalah analisa regresi berganda dan analisa regresi moderasi menggunakan alat uji SPSS 25. Hasil penelitian menunjukkan likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, struktur aset berpengaruh negatif terhadap struktur modal, kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap struktur modal, dan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hasil uji moderasi yang terbukti adalah *firm size* secara signifikan memoderasi hubungan kepemilikan institusional dengan struktur modal.

Kata Kunci: Likuiditas, Struktur Aset, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Struktur Modal, *Firm Size*

Abstract

This study aims to analyze the effect of liquidity, asset structure, managerial ownership, and institutional ownership on capital structure with firm size as a moderating variable. This study uses a quantitative method by taking a population of companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in the property sector. The sample was selected by purposive sampling technique in order to obtain a sample of 17 property companies. The data analysis method used is multiple regression analysis and moderation regression analysis using the SPSS 25 test tool. The results show that liquidity has a negative effect on capital structure, asset structure has a negative effect on capital structure, managerial ownership has a positive effect on capital structure, and managerial ownership has a positive effect on capital structure. The proven moderation test results are firm size significantly moderate the relationship between institutional ownership and capital structure.

Keywords: Liquidity, Asset Structure, Managerial Ownership, Institutional Ownership, Capital Structure, Firm Size

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Bidang properti merupakan sebuah sector industri yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Perusahaan properti cukup berperan penting dalam perkembangan perekonomian suatu negara di dunia, khususnya negara yang masih dalam tahap berkembang seperti Indonesia. Pertumbuhan perusahaan yang berada di bidang properti menandakan perekonomian di suatu negara sedang berkembang (Nugroho & Patrisia, 2021). Perkembangan bisnis di sektor properti tentunya sangat menarik bagi para investor, karena setiap tahunnya harga tanah dan bangunan akan terus meningkat. Investasi pada sektor properti umumnya sejalan dengan pertumbuhan ekonomi negara tersebut, dimana investasi ini dilakukan dalam kurun waktu yang tidak sebentar dan

diyakini oleh para investor sebagai suatu investasi yang cukup menjanjikan di masa mendatang dan memiliki *return* yang cukup besar karena sektor usaha ini hampir tidak pernah menurun. Perusahaan yang bergerak di sektor properti tentunya membutuhkan modal yang tidak sedikit karena terkait dengan pembangunan atau pengembangan suatu kawasan. Perusahaan perlu menyediakan modal yang tidak sedikit dalam proses investasi ini, karena dalam pembangunan atau pengembangan suatu properti. Modal yang dapat digunakan oleh perusahaan properti berasal dari 2 (dua) jenis modal yaitu modal internal dan modal eksternal. Sumber pendanaan internal didapat berasal dari laba yang disimpan dan simpanan modal pemilik perusahaan. Sedangkan sumber pendanaan eksternal berasal dari investor dan kreditur.

Struktur modal (*capital structure*) itu sendiri mengacu pada kombinasi atas komponen utang dan ekuitas, dengan hal ini keputusan keuangan perusahaan dalam melakukan tindakan investasi dan perbelanjaan dengan tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan (*firm value*) dan kekayaan pemegang saham (*principal*) (Ahmadimousabad et al., 2013). Kebijakan struktur modal (*capital structure*) itu sendiri menimbulkan risiko yang akan ditanggung oleh pemegang saham dan tingkatan pengembalian dengan pada dasarnya melibatkan pertimbangan (*trade off*) risiko yang perlu ditanggung perusahaan. Selain itu jika dilakukan penambahan sumber dana melalui hutang (*debt*) atau penerbitan obligasi (*bonds*) baru dan penerbitan saham baru (*share*), hal ini memberikan risiko kepada para pemegang saham dikemudian hari. Namun, jika perusahaan lebih banyak menggunakan utang, hal ini akan sangat berdampak untuk meningkatkan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh para pemegang saham.

Teori struktur modal (*capital structure*) timbul pada tahun 1958 oleh Modigliani dan Miller yang populer dengan sebutan teori MM tanpa pajak. Dikatakan bahwa nilai perusahaan (*firm value*) tidak dipengaruhi oleh struktur modal (*irrelevant capital structure*). Teori tersebut dapat diartikan bahwa komposisi sumber pendanaan yang berasal dari internal maupun eksternal sama sekali tidak memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan (*firm value*) sehingga perusahaan dengan *leverage* dan *unlevered* memiliki nilai yang sama. Teori MM mengemukakan bahwa kondisi tersebut bisa nyata dengan asumsi yang cukup ketat yaitu pasar modal yang efisien, tidak ada pembebanan biaya transaksi, tidak ada beban pajak, dan tidak adanya asimetri informasi (Wiagustini et al., 2017).

Perkembangan teori struktur modal (*capital structure*) yang sering digunakan untuk menggambarkan perilaku perusahaan adalah *pecking order theory*. Teori ini dipopulerkan oleh Myers dan Majluf dengan pendekatan asimetri informasi antara manajemen dan investor. *Pecking order theory* menekankan bahwa keputusan terbaik pendanaan yang optimal tidak mendapatkan utang (*leverage*) yang optimal. (Wiagustini et al., 2017). Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan akan mengutamakan pendanaan internal dalam keputusan utama untuk modal kerja dan pembiayaan. Jika terjadi defisit pada perusahaan, maka perusahaan akan mengutamakan penggunaan utang (*debt*) daripada menerbitkan saham baru. Teori *pecking order* ada karena asimetri informasi yang diterima antara manajemen dan pemegang saham.

Struktur modal (*capital structure*) telah menjadi bagian yang cukup penting dari keputusan manajemen perusahaan karena terkait dengan kondisi keuangan perusahaan. Menentukan kombinasi sumber dana perusahaan merupakan bagian yang utama dan sangatlah penting untuk proses menentukan struktur modal (*capital structure*). Keputusan manajer dalam menentukan jumlah kombinasi antara utang dan ekuitasnya untuk pendanaan sangatlah berdampak dan memberikan hasil cukup panjang bagi operasional perusahaan. Pemilihan proporsi utang (*leverage*) setiap perusahaan berbeda-beda tergantung dengan keputusan dan tindak lanjut dari manajemen, hal ini berpengaruh cukup signifikan terhadap nilai perusahaan (*firm value*) kedepannya, serta tingkat kekayaan pemegang saham. Oleh karena manajer harus menentukan

struktur modal (*capital structure*) perusahaan dengan mempertimbangkan berbagai faktor – faktor lain yang mempengaruhinya.

Penelitian mengenai struktur modal (*capital structure*) cukup banyak dilakukan oleh banyak peneliti dan menunjukkan faktor – faktor yang berdampak. Penelitian yang dilakukan oleh Mufidah et al. (2018) menunjukkan bahwa likuiditas (*liquidity*) dapat mempengaruhi struktur modal. Reschiwati et al. (2020) bahwa perusahaan yang memiliki likuiditas (*liquidity*) tinggi berarti memiliki kemampuan untuk dapat memenuhi kewajiban pinjaman atau utang jangka pendeknya (*short-terms liabilities*), hal ini cukup membantu dalam menilai struktur modal perusahaan karena dapat mengurangi utang dan pinjaman jangka panjang (*long-terms liabilities*). Sedangkan peneliti lain seperti yang dilakukan oleh Alam & Kurniasih (2020) menunjukkan hasil yang berbeda bahwa likuiditas (*liquidity*) tidak berpengaruh sama sekali terhadap struktur modal (*capital structure*). Hal ini terjadi karena perusahaan memiliki kondisi likuiditas (*liquidity*) yang baik sehingga tidak mempertimbangkan pinjaman atau pendanaan dari eksternal. Faktor lainnya yang mempengaruhi struktur modal (*capital structure*) adalah struktur aset. Sebagaimana temuan yang dilakukan oleh Ahmadimousaabad et al., (2013) dan Serghiescu & Văidean (2014) bahwa struktur aset cukup memberikan pengaruh terhadap struktur modal (*capital structure*). Hal ini dapat terjadi karena struktur aset perusahaan yang dapat dilihat dari proporsi aset tetap menentukan kepercayaan kreditur untuk memberikan hutang. Perusahaan dapat menggunakan aset tetap (*fixed assets*) yang dimilikinya untuk menjadi sebuah jaminan pada sebuah pendanaan. Namun hasilnya berbeda pada penelitian Dewi & Fachrurrozie (2021) dengan hasil sebaliknya yaitu struktur modal tidak dipengaruhi oleh struktur aset. Hal ini menunjukkan nilai aset tetap yang telah dimiliki oleh perusahaan tidak mempengaruhi perusahaan dalam mengajukan pinjaman dan utang. Kreditur dapat menentukan faktor lain yang dapat mempengaruhi keputusan untuk memberikan hutang.

Sementara studi lain juga menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dapat mempengaruhi struktur modal (*capital structure*) perusahaan. Penelitian yang dilakukan Ferliana & Agustina (2018) bahwa kepemilikan manajerial mempengaruhi struktur modal (*capital structure*). Kepemilikan manajerial dapat membantu manajer dalam mengambil keputusan agar tingkat hutang perusahaan tetap rendah. Studi yang dilakukan oleh Primadhanny (2016) menjelaskan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Suatu perusahaan dengan kepemilikan institusional yang lebih tinggi perlu diawasi dan dikontrol dengan lebih ketat oleh para pihak investor untuk menghalangi perilaku opportunistik dari manager. Penelitian yang dilakukan Khafid et al. (2020) serta Siromi & Chandrapala (2017) menunjukkan hasil yang berbeda bahwa kepemilikan manajerial dan bagian institusional tidak mempengaruhi struktur modal.

KAJIAN PUSTAKA dan PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Agency Theory

Hubungan suatu teori keagenan (*agency theory*) sebagai pengikat yang melibatkan 1 (satu) pihak atau lebih pemilik (*principal*) yang mendelegasikan suatu wewenang proses dalam pengambilan keputusan kepada *agent* untuk mengelola sebuah perusahaan. Pihak *principal* yang memiliki perusahaan mempunyai kepentingan untuk memakmurkan dirinya dengan cara meningkatkan keuntungan perusahaan, sedangkan *agent* mempunyai kepentingan dalam mencapai pemenuhan kebutuhannya secara ekonomi (Jensen & Meckling, 1976).

Teori agensi (*agency Theory*) pada dasarnya menguraikan terdapat pemisahan kepemilikan yang disebut dengan *principal* dan pengelola perusahaan yang dijalankan oleh *agent*. Teori agensi

memiliki fokus terhadap biaya-biaya pemantauan serta terselenggaranya hubungan yang melibatkan *principal* dan *agent* (Pepper & Gore, 2015). Teori agensi menjelaskan tentang upaya *agent* dalam memaksimalkan kesejahterannya dengan cara dilakukannya pengurangan dan pembatasan biaya - biaya keagenan yang terjadi karena adanya pemantauan dalam melakukan sebuah kontrak kerjasama (Panda & Leepsa, 2017). Permasalahan keagenan dapat diatasi dengan hadirnya pemegang saham institusional. Semakin banyak kepemilikan saham institusional dapat memaksa manajemen membuat keputusan yang baik bagi *principal* (Cornett et al., 2007). Sementara menurut Panda & Leepsa (2017), cara mengatasi masalah keagenan yaitu:

1. Kepemilikan manajerial: Pemberian kesempatan untuk memiliki saham perusahaan kepada *agent* dapat meningkatkan afiliasi atau rasa kepemilikan mereka kepada perusahaan. Kepemilikan manajerial membuat seorang manajer yang bekerja sebagai pemilik akan lebih mendalam pada organisasi dan lebih berkonsentrasi pada kinerja perusahaan (*firm performance*) sehingga kepentingan pemilik perusahaan dan pengelola dapat menjadi satu visi.
2. Kompensasi eksekutif: Suatu bentuk paket kompensasi yang tidak sampai atau memadai dapat memaksa pengelola untuk menggunakan fasilitas atau aset pemilik untuk mendapatkan keuntungan pribadi mereka. Revisi suatu bentuk kompensasi berkala dan paket tambahan insentif yang tepat sangat dapat memotivasi para manajer dan *agent* untuk bekerja lebih keras demi meningkatkan kinerja perusahaan (*firm performance*) yang menjadi lebih baik.
3. Hutang (*leverage*): Kenaikan tingkat suatu utang di perusahaan akan menambah tingkat pendisiplinan para manajer. Pembayaran utang yang dilakukan secara berkala jumlah pokok utang dan termasuk bunga kepada kreditur dapat membuat manajer dan *agent* harus berhati-hati dalam mengambil sebuah keputusan pada perusahaan yang dapat menimbulkan indikasi keputusan tidak efisien yang dapat berakibat menghambat tingkat kenaikan profitabilitas pada perusahaan (*firm profitability*).
4. Pasar tenaga kerja: Seorang manajer pasti akan selalu menginginkan sebuah peluang dan remunerasi yang dapat lebih baik dari pasar dan dapat memperkirakan kemampuan seorang manajer dengan kinerja manajer sebelumnya. Untuk itu, seorang manajer harus membuktikan kinerja dan nilainya di perusahaan yang dikelolanya dengan memberikan pencapaian secara maksimal bagi nilai perusahaan (*firm value*) sehingga secara otomatis dapat meningkatkan nilai manajer.
5. Dewan direksi (*board of directors*): Dimasukkannya lebih banyak direktur independen dalam dewan sehingga mampu mengawasi tindakan dan putusan para manajer dan berusaha membantu dalam menyelaraskan kepentingan dari pemilik perusahaan dengan para manajer dan *agent*.
6. Pemegang saham dominan: Pemegang saham yang dominan dapat secara langsung maupun tidak langsung memantau secara dekat perilaku dan tindakan serta kinerja dari para manajer dalam mengambil keputusan dan mengoperasikan perusahaan dan dapat melakukan control atas aktivitas manajer untuk mengimprovisasi dan mengefisienkan nilai perusahaan (*firm value*).
7. Dividen (*dividend*): Distribusi keuntungan sebagai dividen menyebabkan penurunan konflik keagenan (*agency conflict*). Oleh karena itu, manajer perlu membuat kinerja perusahaan (*firm performance*) lebih baik agar dapat memikat pelaku pasar.

Struktur Modal

Struktur modal (*capital structure*) mengacu pada kombinasi utang (*leverage*) dan termasuk ekuitas (*equity*) tetapi memberikan prioritas satu sama lain dalam keputusan keuangan perusahaan untuk berinvestasi dalam mengejar memaksimalkan nilai perusahaan (*firm value*) dan kekayaan pemegang sahamnya (Ahmadimousaabad et al., 2013). Struktur modal (*capital structure*) adalah kombinasi dari suatu sumber dana dalam jangka panjang yang dapat digunakan oleh perusahaan. Sumber dana jangka panjang dapat dipisahkan menjadi 2 sumber utama, yaitu hutang (*leverage*) dan ekuitas (*equity*) (Sahabuddin, 2017). Pengertian lain menjelaskan bahwa struktur modal (*capital structure*) merupakan nilai keseimbangan antara hutang (*leverage*) dan ekuitas (*equity*) perusahaan. Total hutang (*total debts*) ini terdiri dari utang jangka panjang (*long-terms liabilities*) dan juga utang jangka pendek (*short-terms liabilities*). Ekuitas (*equity*) atau menggunakan modal sendiri yang dapat diperoleh dari laba ditahan (*retained earnings*), dan selain itu dapat diperoleh dari modal yang ditanamkan oleh investor perusahaan (Ariyani et al., 2019).

Struktur modal (*capital structure*) sebagai gambaran proporsi modal yang dimiliki perusahaan dapat berasal dari utang jangka panjang (*long-terms liabilities*) dan ekuitas (*equity*) pemegang saham yang merupakan sumber pembiayaan bagi suatu perusahaan. Struktur modal itu sendiri merupakan proporsi dalam memenuhi kebutuhan pengeluaran perusahaan, sebagaimana dana yang telah diperoleh memiliki kombinasi asal sumber dana yaitu jangka panjang yang terdiri dari dua jenis sumber utama yaitu dari dalam perusahaan dan dari luar perusahaan. Keputusan struktur modal (*capital structure*) dianggap memiliki peran penting dalam pengelolaan keuangan yang mempengaruhi keseluruhan operasional (*operation*), pertumbuhan (*growth*), dan nilainya (*value*) (Marlina et al., 2020). Struktur modal (*capital structure*) merupakan keseimbangan atau perbandingan antara hutang (*debt*) dan ekuitas (*equity*) untuk mengoptimalkan struktur modal (*capital structure*) yang optimal. Oleh karena itu, pengukuran dalam struktur modal berdasarkan rasio *Debt to Equity Ratio* (DER).

Likuiditas

Likuiditas (*liquidity*) merupakan tingkat dari kemampuan sebuah perusahaan untuk dapat memenuhi suatu kewajiban jangka pendeknya (*short-terms liabilities*) pada saat ditagih (Kasmir, 2017). Tingkat likuiditas (*liquidity*) menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya (*short-terms liabilities*) pada saat jatuh tempo (Melicher & Norton, 2017). Likuiditas (*liquidity*) menggambarkan kesanggupan badan usaha dalam pemenuhan pembayaran hutang jangka pendeknya (*short-terms liabilities*) dengan memakai aset dikonversi menjadi uang tunai. Perusahaan memiliki aset yang bisa dirubah menjadi uang tunai dengan waktu singkat disebut dengan aset likuid dan terdaftar dalam laporan keuangan sebagai aset lancar (*current asset*) (Fabozzi & Drake, 2012).

Bagi investor, rasio likuiditas merupakan faktor yang cukup penting untuk dilihat karena dapat menunjukkan suatu kemampuan perusahaan untuk pemenuhan pembayaran utang jangka pendek atau yang mendekati jatuh tempo. Dalam pemenuhan kewajiban untuk pembayaran utang jangka pendek (*short-terms liabilities*) yang akan jatuh tempo, maka diperlukan kas tersedia atau aset lancar yang bisa untuk diubah dengan segera agar menjadi *cash money*. Apabila perusahaan memiliki kemampuan terhadap pembayaran utang jangka pendek (*short-terms liabilities*) maka investasi yang dilakukan investor memiliki resiko yang kecil dan memberikan keuntungan bagi investor.

Rasio likuiditas (*liquidity ratio*) biasanya akan diteliti dengan *proxy* rasio lancar (*current ratio*). Dimana *current ratio* adalah rasio perhitungan analisa digunakan untuk dapat mengetahui apakah perusahaan memiliki kemampuan untuk membayar kewajiban lancarnya (*current liabilities*) atau kewajiban jangka pendek (*short-terms liabilities*). Dapat juga dikatakan sebagai hutang yang segera jatuh tempo dalam kurun waktu kurang dari satu tahun (Sitorus & Elinarty, 2017).

Struktur Aset

Perusahaan pada dasarnya memiliki sebagian besar aset berwujud (*tangible asset*) tetap dapat dianggap oleh krediturnya sebagai jaminan yang memungkinkan untuk memulihkan dananya jika terjadi kesulitan keuangan yang dialami oleh perusahaan peminjam. Oleh karena itu, peningkatan persentase aset berwujud dalam total aset akan dirasakan oleh investor sebagai ukuran positif dan memperpanjang tingkat utang (Serghiescu & Văidean, 2014). Struktur aset itu merupakan sebuah perbandingan antara nilai aset tetap (*fixed assets*) dengan jumlah seluruh aset yang dimiliki suatu perusahaan dalam menentukan besarnya alokasi pemetaan dana untuk setiap bagian dan komponen aset. Suatu perusahaan dapat dilihat mampu membayarkan hutang atau kewajibannya dapat dilihat dari semakin tingginya nilai struktur aset. Sebuah perusahaan yang memiliki struktur aset yang tinggi akan cenderung atau condong untuk memilih menggunakan dana eksternal atau hutang dari pada dana internal untuk mendanai kebutuhan modal (Djazuli et al., 2019). Salah satu faktor menentukan kondisi struktur modal (*capital structure*) adalah dengan mengatur proporsi jumlah aset tetap dengan jumlah seluruh aset yang dimiliki perusahaan. Semakin meningkatnya nilai struktur aset maka dapat disimpulkan kalau semakin tingginya kemungkinan perusahaan mendapatkan pinjaman jangka panjang (Handayani et al., 2018). Struktur aset itu sendiri menggambarkan perbandingan yang terjadi antara aset tetap dibagi dengan jumlah aset.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial saham dari pihak internal manajemen perusahaan, variable ini diukur dengan persentase tingkat atau jumlah saham yang telah dimiliki oleh manajemen itu sendiri (Primadhanny, 2016). Kepemilikan manajerial menunjukkan tingkat kepemilikan dari saham perusahaan pada pihak internal perusahaan (Rizqia et al., 2013). Kepemilikan saham oleh manajer menggambarkan sebuah pandangan tujuan manajer sebagai prinsipal dan agen. Dengan landasan keagenan (*Agency Theory*), pihak manajer berharap pendapatan dari insentif kerjanya selama mengoperasikan perusahaan dan pihak pemegang saham berharap pengembalianya dari hasil operasional perusahaan (Jensen & Meckling, 1976).

Ketika seorang manajer tidak memiliki bagian kepemilikan atau hanya memiliki sedikit saham di perusahaan, tindakan seorang manajer justru dan kemungkinan besar cenderung mendapatkan pengaruh keperluan dan keuntungan pribadi pihak tertentu, bukan untuk meningkatkan nilai perusahaan (*firm value*) dan kepentingan pemegang saham (*principal*). Sebaliknya, jika manajer memiliki bagian dalam perusahaan atau memiliki saham dalam jumlah besar, cenderung berusaha untuk menciptakan visi dan misi yang sama dan selaras dengan kepentingan pemegang saham (Rakayana et al., 2021).

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah jumlah saham yang dimiliki oleh pihak tertentu, seperti institusi dalam suatu perusahaan. Persentase kepemilikan institusional menentukan proporsi saham yang

dimiliki perusahaan, seperti asuransi, lembaga keuangan investasi, bank, pemerintah, perusahaan, dan lainnya (Ilona et al., 2021). Kepemilikan institusional memainkan peran penting dalam pengelolaan urusan perusahaan karena institusi memiliki saham yang besar dan memiliki kekuatan pengawasan. Institusi memiliki informasi yang lebih lengkap sehingga dapat membantu membuat keputusan yang kuat dibandingkan dengan investor individu (Tayachi et al., 2022). Kepemilikan institusional berfungsi sebagai sinyal yang baik bagi investor luar karena secara langsung memantau dan mendisiplinkan manajemen, terutama dalam penggunaan hutang (Hayat et al., 2018).

Untuk mengurangi asimetri informasi antara manajemen dengan pemegang saham, maka struktur kepemilikan manajerial merupakan salah satu pendukung yang perlu dilakukan. Pengambilan keputusan pada sebuah perusahaan dapat berubah ketika kepemilikan berubah dan bergantung pada kebijakan yang dibentuk (Rakayana et al., 2021). Kepemilikan entitas di suatu negara tidak hanya dimiliki oleh investor lokal, namun juga dapat dimiliki oleh investor asing.

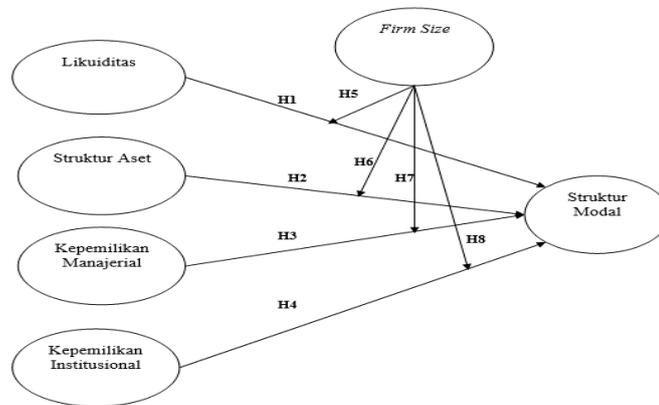
Struktur kepemilikan institusi asing merupakan kepemilikan saham oleh badan hukum asing. Penanaman modal asing berbentuk perseroan terbatas (PT) menurut hukum negara Republik Indonesia dan berkedudukan di wilayah Republik Indonesia kecuali ditentukan lain oleh undang-undang (Suranta et al., 2020). Penanaman modal asing adalah proses sejauh mana penduduk dari satu negara (negara asal) memiliki kepemilikan aset untuk melakukan kontrol (*control*) atas produksi (*production*), distribusi (*distribution*), dan aktivitas (*activity*) perusahaan di negara lain. *United Nations World Investment Report* yang diterbitkan oleh United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) mendefinisikan penanaman modal asing sebagai investasi jangka panjang yang menghasilkan kepentingan dan kendali oleh entitas ekonomi di suatu negara pada entitas di negara lain.

Firm Size

Ukuran perusahaan (*firm size*) adalah tolok ukur perusahaan berdasarkan jumlah kepemilikan aset, penjualan dalam kurun waktu tertentu, nilai pasar saham (*market share*) yang di issued, kapitalisasi pasar, dan lain-lain. Hal – hal yang terlampir berikut memberikan pengaruh terhadap ukuran perusahaan (*firm size*), maka semakin besar variable itu maka semakin besar ukuran perusahaan (*firm size*). Perusahaan dengan skala besar kemungkinan dapat bertumbuh dengan lebih mudah dan besar dibandingkan perusahaan skala kecil, sehingga tingkat pengembalian saham perusahaan skala besar lebih besar daripada tingkat pengembaliannya saham perusahaan skala kecil (Cahyani & Sembiring, 2019). Ukuran perusahaan (*firm size*) dapat menampilkan sebagaimana besar dan kapasitas dari perusahaan tersebut. Perusahaan skala besar memiliki stabilitas yang baik dalam menjalankan bisnis. Berdasarkan *signaling theory*, perusahaan dapat menampilkan prospek yang baik didepan investor dengan menunjukkan ukuran perusahaan (*firm size*) yang besar dan aset yang bernilai tinggi (Atiningsih & Izzaty, 2021).

Ukuran perusahaan (*firm size*) adalah tolok ukur besar kecilnya perusahaan yang dapat ditentukan dan dilihat dari total aset. Semakin besar ukuran perusahaan (*firm size*), semakin besar kemungkinan menggunakan modal asing (Nugraha et al., 2021). Aset merupakan benda berwujud dan tidak berwujud yang dimiliki oleh perusahaan dan dapat dikelola oleh perusahaan untuk kepentingan operasional (Djazuli et al., 2019). Ariyani et al. (2019) mengatakan bahwa aset yang telah dimiliki oleh perusahaan dapat digunakan untuk mendapatkan utang, dengan cara dijaminkan. Investor akan memiliki kepercayaan dengan melihat aset perusahaan sebagai bentuk jaminan atas dana yang dikeluarkan oleh investor. Total aset dapat digunakan untuk menentukan ukuran perusahaan (*firm size*)

Kerangka Pemikiran dan Hipotesis



Gambar 1. Kerangka Pemikiran
Sumber Gambar: Diolah oleh penulis

Perusahaan yang justru memiliki tingkat likuiditas (*liquidity*) yang baik akan dengan mudah mendapatkan tambahan modal dan dapat mempertahankan struktur modal (*capital structure*) yang diinginkan perusahaan (Sari, 2020). Perusahaan dengan tingkat likuiditas (*liquidity*) yang tinggi cenderung memiliki pendanaan internal yang cukup baik dan akan mengebelakangkan penggunaan pendanaan dari pihak eksternal, dengan adanya hal ini maka pengaruh terhadap struktur modal (*capital structure*) cukup signifikan (Rahmiyanti & Nugroho, 2020). Perusahaan dengan tingkat likuiditas (*liquidity*) yang tinggi dapat memberikan rasa aman bagi pemberi pinjaman dan utang, karena perusahaan memiliki risiko yang rendah untuk terjadinya wanprestasi (*default*). Oleh karena itu, likuiditas (*liquidity*) dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan (*capital structure*) (Mufidah et al., 2018). Pengaruh likuiditas (*liquidity*) terhadap struktur modal (*capital structure*) juga dijelaskan oleh Reschiwati et al. (2020) perusahaan dengan tingkat likuiditas (*liquidity*) yang tinggi dapat menyelesaikan kewajiban yang kurang dari satu tahun, hal ini sejalan dengan semakin kecilnya penggunaan pinjaman dan pendanaan dari pihak eksternal.

H₁ : Likuiditas berpengaruh signifikan dan negatif terhadap struktur modal

Struktur aset merupakan salah satu dari sekian faktor penting dalam struktur modal (*capital structure*) suatu perusahaan karena dapat berpengaruh pada kondisi kesulitan membayar utang dan pinjaman, aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan biasanya dijadikan sebagai penjamin utang kepada pihak luar yang telah memberikan pinjaman (Doloksaribu & Hutabarat, 2019). Peningkatan proporsi aktiva sebagai agunan akan meningkatkan semangat kreditur untuk menawarkan uang ke perusahaan sehingga aset berdampak positif pada struktur modal (*capital structure*). (Sahabuddin, 2017). Penelitian yang dilakukan oleh Indrajaya et al. (2011) menunjukkan terdapat pengaruh positif yang signifikan struktur aset terhadap struktur modal (*capital structure*).

H₂ : Struktur aset berpengaruh signifikan dan positif terhadap struktur modal

Melalui kepemilikan manajerial diharapkan tingkat konflik dari keagenan dapat berkurang dan menunjang operasional perusahaan, hal ini dapat menunjukkan bahwa perusahaan itu sendiri dikelola oleh pemiliknya sendiri (Khafid et al., 2020). Dengan menerapkan hal tersebut

diharapkan manajer dapat diawasi dengan lebih ketat dalam proses dan pengambilan keputusan dalam bidang pendanaan dan menentukan sumber pendanaan (Wellalage & Locke, 2015). Kepemilikan manajerial membantu pemilik untuk menekan jumlah pinjaman untuk tetap berada diangka rendah. Oleh karena itu, kepemilikan manajerial yang cukup tinggi akan berdampak pada rendahnya hutang perusahaan (Khafid et al., 2020). Studi yang dilakukan oleh Ferliana & Agustina (2018) menemukan bahwa kepemilikan manajerial memberikan pengaruh positif terhadap struktur modal.

H₃: Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan dan negatif terhadap struktur modal

Kepemilikan institusional dimaksudkan untuk mengawasi kinerja manajer. Teori keagenen (*agency theory*) sendiri telah melihat untuk mengurangi konflik adalah dengan memperkuat kepemilikan dari institusional, hal ini akan menekan dan memperkuat pengawasan terhadap internal perusahaan (Khafid et al., 2020). Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang kuat menggunakan dana secara efisien dengan mengawasi dan mengendalikan kebijakan manajemen atas arus kas (Ilona et al., 2021). Studi yang dilakukan oleh Primadhanny (2016) menjelaskan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap struktur modal (*capital structure*). Sebuah perusahaan perlu diawasi lebih ketat ketika tingkat kepemilikan lebih dominan pada institusional (*institution*), karena hal ini dapat lebih menonjolkan perilaku opportunistik dari seroang manajer, dimana sebaliknya jika kepemilikan investor lebih tinggi maka tingkat pengawasan akan lebih optimal.

H₄: Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan dan negatif terhadap struktur modal

Dana internal lebih disukai oleh perusahaan dengan likuiditas (*liquidity*) tinggi (Sheikh & Wang, 2011). Dengan memiliki aktiva lancar, maka perusahaan dengan ukuran yang besar biasanya akan lebih aman dan berprospek kedepannya, karena dengan aktiva tersebut dapat membantu melunasi utang. Oleh karena itu, dengan adanya likuiditas dan ukuran perusahaan (*firm size*) yang besar tidak memerlukan hutang untuk membiayai kegiatan operasional melainkan menggunakan dana dari dalam perusahaan (Dewi & Fachrurrozie, 2021). Ukuran perusahaan (*firm size*) dapat memperlemah korelasi likuiditas (*liquidity*) dan struktur modal (*capital structure*). Meskipun merupakan perusahaan berskala besar dengan likuiditas tinggi, namun perusahaan tersebut dinilai mampu membayar kewajibannya. Perusahaan akan cenderung menggunakan utang dan pendanaan dari pihak eksternal jika aktiva lancar dimiliki jumlahnya tidak memadai atau sedikit. Keputusan ini terkait dengan *pecking order theory*, jika laba ditahan tidak mencukupi maka utang menjadi keputusan selanjutnya (Suryani & Khafid, 2016).

H₅: *Firm size* berpengaruh signifikan dan memoderasi hubungan likuiditas dengan struktur modal

Aset tetap perusahaan yang dijadikan jaminan hutang dapat menyebabkan meningkatnya hutang yang digunakan oleh perusahaan (Dewi & Fachrurrozie, 2021). Struktur modal (*capital structure*) memiliki korelasi dengan ukuran perusahaan (*firm size*) setara dengan struktur aset. Perusahaan besar menggunakan tingkat utang yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil (Gómez et al., 2014). Perusahaan yang memiliki nilai aset yang tinggi dan memiliki struktur aset yang tinggi biasanya mampu membiayai operasionalnya dengan dana dari internal, namun tidak sedikit perusahaan yang memilih pendanaan eksternal. Pernyataan tersebut sejalan dengan *trade-off theory* dimana manfaat penggunaan hutang harus sama dengan biaya yang dikeluarkan (Chasanah & Satrio, 2017). Ukuran perusahaan (*firm size*) yang besar mendapatkan kepercayaan dari kreditur untuk mendapatkan utang sebagai modal dengan aset tetap sebagai jaminan utang. Dengan demikian, ukuran perusahaan (*firm size*) memberikan pengaruh secara moderasi terhadap struktur aset dan struktur modal (*capital structure*).

H₆: *Firm size* berpengaruh signifikan dan memoderasi hubungan struktur aset dengan struktur modal

Perusahaan yang meningkatkan modal kerjanya salah satunya dapat dilakukan dengan meningkatkan ukuran perusahaan (*firm size*). Ukuran perusahaan (*firm size*) juga akan memicu tingkat hutang perusahaan yang lebih tinggi (Chen & Strange, 2005). Hal tersebut sejalan dengan temuan Wellalage & Locke (2015). Tingkat ukuran perusahaan (*firm size*) akan semakin melemah atau berpengaruh positif terhadap hubungan antara kepemilikan manajerial dan struktur modal. Sebagaimana sebaliknya, ukuran perusahaan (*ukuran perusahaan*) yang kecil akan semakin memperkuat atau berpengaruh negatif terhadap hubungan antara kepemilikan manajerial dengan struktur modal. Hal itu didasari oleh rendahnya ukuran perusahaan yang tidak mampu memberikan kepercayaan kepada kreditur untuk memberikan hutang (Khafid et al., 2020).

H₇: *Firm size* berpengaruh signifikan dan memoderasi hubungan kepemilikan manajerial dengan struktur modal

Proporsi kepemilikan institusional lebih besar diharapkan untuk mengawasi kinerja manajemen (Short et al., 2002). Pemegang saham institusi biasanya dipandang lebih profesional dalam mengawasi kinerja operasional manajer, karena bersifat netral. Perusahaan dengan kapasitas besar biasanya memiliki transaksi dan beban perputaran yang cukup tinggi, selain itu perusahaan cukup tertarik untuk memaksimalkan nilai aset yang dimiliki untuk dapat memenuhi biaya operasionalnya dibandingkan harus menggunakan pendanaan dari pihak eksternal. Melihat hal ini ukuran perusahaan (*firm size*) mampu untuk memperkuat pengaruh tingkat kepemilikan institusional terhadap struktur modal (*capital structure*) perusahaan tersebut (Khafid et al., 2020). Perusahaan akan lebih perlu untuk diawasi jika tingkat kepemilikannya dalam institusi lebih tinggi daripada kepemilikan investornya, hal ini dapat menghalangin tingkat *opportunistic* dari seorang manajer. Tingkat pengawasan yang optimal perlu diselaraskan dengan semakin besarnya ukuran perusahaan (*firm size*) sehingga dapat mendorong pihak internal manajer lebih memperhatikan kepentingan dalam pengambilan keputusan untuk utang dan pinjaman (Primadhanny, 2016).

H₈: *Firm size* berpengaruh signifikan dan memoderasi hubungan kepemilikan institusional dengan struktur modal

METODE PENELITIAN

Desain yang digunakan dalam penelitian saat ini adalah kuantitatif dalam menguji hipotesis pengaruh struktur aset, kepemilikan manajerial, likuiditas (*liquidity*), dan kepemilikan institusional terhadap struktur modal (*capital structure*) dengan ukuran perusahaan (*firm size*) sebagai variabel yang memoderasi. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini merupakan sumber data yang dibutuhkan, yaitu berupa sebuah laporan keuangan perusahaan properti yang telah terdaftar di *Indonesia Stock Exchange*. Dalam melakukan pengumpulan data penelitian ini digunakan metode dokumentasi lengkap yang dilakukan melalui pengumpulan data berasal dari data-data yang sudah tersedia sebelumnya yaitu laporan keuangan perusahaan sektor properti yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode penelitian dalam kurun waktu 2016 hingga 2020. Metode analisis data yang digunakan adalah regresi berganda dan regresi moderasi menggunakan alat uji SPSS 25. Operasional dari variabel yang digunakan ditunjukkan oleh Tabel 1 berikut.

Tabel 1. Operasional Variabel
Sumber: Data diolah oleh penulis

No.	Variabel	Pengukuran	Skala
1.	Struktur modal	DER = $\frac{\text{Jumlah Hutang}}{\text{Jumlah Ekuitas}}$	Rasio
2.	Likuiditas	CR = $\frac{\text{Jumlah aset lancar}}{\text{Jumlah kewajiban lancar}}$	Rasio
3.	Struktur aset	SA = $\frac{\text{Jumlah aset tetap}}{\text{Jumlah aset}}$	Rasio
4.	Kepemilikan manajerial	MNJ = $\frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki manajerial}}{\text{Jumlah Keseluruhan Saham}}$	Rasio
5.	Kepemilikan institusional	INST = $\frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusional}}{\text{Jumlah Keseluruhan Saham}}$	Rasio
6.	<i>Firm size</i>	SIZE = Ln Jumlah Aset	Rasio

Berdasarkan lampiran pengumuman BEI No. Peng-00012/BEI.POP/01-2021 tanggal 21 Januari 2021 tentang daftar saham indeks sektoral dapat diketahui jumlah perusahaan yang berada di sektor properti sebanyak 78 perusahaan. Sampel dipilih dengan teknik *purposive sampling* sehingga diperoleh sampel sejumlah 17 perusahaan properti.

Tabel 2. Jumlah Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah Perusahaan
Jumlah perusahaan sektor properti yang terdaftar di BEI tahun 2016 - 2020	77
Tidak memenuhi kriteria	
Perusahaan sektor properti yang menyajikan laporan keuangan secara berturut - turut pada periode 2016 - 2020	(32)
Perusahaan sektor properti yang mempublikasikan laporan keuangan dalam bentuk mata uang rupiah	(0)
Perusahaan sektor properti yang tidak melakukan merger maupun uspense dalam periode penelitian	(2)
Perusahaan memiliki data yang dibutuhkan sesuai dengan variabel penelitian	(26)
Jumlah sampel	17
Jumlah data = 17 X 5 = 85 data	

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Variabel Penelitian

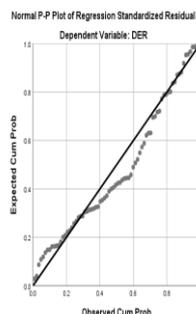
Deskripsi variabel penelitian mendeskripsikan nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan standar deviasi dari struktur modal, likuiditas (*liquidity*), struktur aset, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan *firm size*.

Tabel 3. Deskripsi Penelitian

	N	Minimum	Maximum	Rata-rata	Standar Deviasi
DER	85	0,074	10,256	1,036	1,267
CR	85	0,716	16,066	2,708	2,193
SA	85	0,054	0,887	0,402	0,227
MNJ	85	0,001%	76,935%	8,505%	19,884
INS	85	0,001%	99,492%	72,806%	25,594
Size	85	27,941	31,301	29,557	1,000

Uji Normalitas

Model regresi dalam penelitian ini memiliki distribusi tidak normal. Data yang tidak memenuhi asumsi normalitas dapat dikarenakan mengandung *outlier* sehingga diperlukan penghapusan data. Deteksi terhadap *outlier* dilakukan dengan menggunakan *casewise diagnostic* yang menghasilkan nilai *standardized residul*. Data yang mengandung *outlier* adalah data dengan *standardized residul* lebih dari 1. Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan terdapat 9 data yang mengandung *outlier* sehingga dihapus, karena itu selanjutnya data yang diolah sebanyak 76 data. Setelah dilakukan penghapusan data diperoleh hasil uji normalitas menggunakan grafik *normal p-plot* sebagai berikut:



Gambar 1. Grafik Normal P Plot

Hasil grafik 1 menunjukkan bahwa penyebaran titik-titik mengikuti garis diagonal sehingga dapat disimpulkan bahwa data tersebut memiliki distribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Suatu model regresi dapat dikatakan terjadi multikolinearitas apabila *tolerance value* $\leq 0,10$ dan nilai *VIF* ≥ 10 . Berikut ini akan disajikan hasil uji multikolinearitas yang dapat dilihat pada Tabel 4.

Tabel 4. Hasil Uji Multikolinearitas

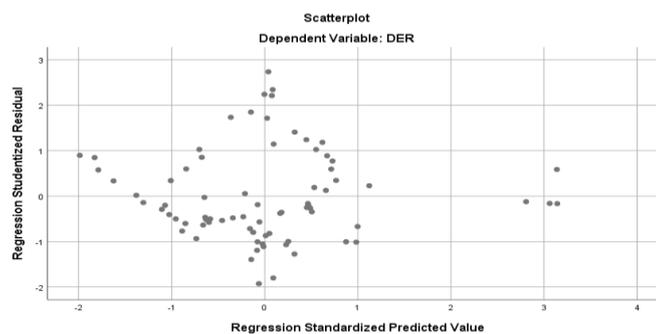
Variabel Bebas	<i>Tolerance</i>	VIF	Keterangan
----------------	------------------	-----	------------

Likuiditas	0,934	1,071	Tidak terjadi multikolinearitas
Struktur aset	0,818	1,223	Tidak terjadi multikolinearitas
Kepemilikan manajerial	0,526	1,901	Tidak terjadi multikolinearitas
Kepemilikan institusional	0,541	1,848	Tidak terjadi multikolinearitas

Nilai *tolerance* yang dihasilkan masing-masing variabel bebas yaitu likuiditas (*liquidity*), struktur aset, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional lebih besar dari 0,1 dan nilai VIF < 10 sehingga tidak terjadi multikolinearitas

Uji Heteroskedastisitas

Pengujian asumsi klasik heteroskedastisitas dilakukan untuk mengetahui terdapatnya perbedaan varians residual yang terjadi pada suatu periode observasi ke periode observasi yang lain atau penjabaran korelasi antara *value predicted* dengan *studentized delete residual* nilai tersebut. heteroskedastisitas dapat dilakukan berdasarkan grafik *scatterplot*.



Gambar 2. Grafik Scatter Plot

Grafik *scatter plot* menunjukkan tidak terjadi heteroskedastisitas karena sudah sesuai ketentuan yaitu grafik *scatterplot* tidak memiliki model yang jelas dengan penyebaran titik berada di atas serta di bawah 0 pada sumbu X.

Uji Autokorelasi

Metode dalam pengujian autokorelasi dapat didasarkan pada nilai Durbin Watson. Kriterianya adalah besarnya nilai Durbin Watson dalam rentang $- 2$ sampai $+ 2$ menandakan tidak ada autokorelasi. Berdasarkan hasil uji autokorelasi diperoleh nilai Durbin Watson sebesar 1,099 yang berarti dalam rentang $- 2$ sampai $+ 2$ menandakan tidak ada autokorelasi dalam model regresi penelitian.

Koefisien Determinasi

Rentang nilai koefisien determinasi berkisar antara 0 sampai 1, artinya apabila nilai koefisien determinasi mendekati 1 maka kontribusi yang diberikan likuiditas (*liquidity*), struktur aset, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional dalam menjelaskan perubahan yang terjadi pada struktur modal semakin kuat.

Tabel 5. Koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,827 ^a	0,684	0,666	1,923

Besarnya nilai koefisien determinasi (*R Square*) sebesar 0,684. Hal ini berarti kontribusi yang diberikan variabel likuiditas (*liquidity*), struktur aset, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional dalam menjelaskan perubahan yang terjadi pada struktur modal sebesar 68,4%. Sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian

Uji F

Model regresi yang baik adalah secara bersama-sama variabel independen memberikan pengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen yang dapat dilihat dari hasil Uji F. Berdasarkan pengolahan data yang telah dilakukan diperoleh hasil Uji F adalah:

Tabel 6. Hasil Uji F

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	23.672	4	5.918	38.456	.000 ^b
	Residual	10.926	71	.154		
	Total	34.599	75			

Hasil uji F didapatkan nilai signifikan sebesar 0,000 yang kurang dari 5% (0,05) sehingga dapat dikatakan model regresi memiliki tingkat kesesuaian yang baik dalam menjelaskan struktur modal pada perusahaan properti. Hal ini berarti likuiditas (*liquidity*), struktur aset, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap struktur modal

Uji t

Hipotesis pengaruh langsung dalam penelitian ini diuji dengan menggunakan uji t. Ketentuan dalam uji t didasarkan pada tingkat signifikansi sebesar 0,05. Hasil uji t ditunjukkan oleh Tabel 7 berikut.

Tabel 7. Hasil Uji t

Variabel Bebas	t	Sig
Likuiditas	-6,091	0,000
Struktur aset	-5,926	0,000
Kepemilikan manajerial	3,448	0,001
Kepemilikan institusional	-2,787	0,007

Likuiditas (*liquidity*) yang diukur dengan menggunakan *current ratio* memiliki nilai t sebesar -6,091 dengan tingkat signifikan 0,000 yang lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa likuiditas (*liquidity*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan properti periode 2016 – 2020. Dengan demikian hipotesis satu (H1) yang menyatakan likuiditas (*liquidity*) berpengaruh negatif terhadap struktur modal diterima.

Struktur aset yang diukur dengan membandingkan antara total aset tetap terhadap total aset memiliki nilai t sebesar -5,926 dengan tingkat signifikan 0,000 yang lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa struktur aset berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan properti periode 2016 – 2020. Dengan demikian hipotesis dua (H2) yang menyatakan struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal ditolak.

Kepemilikan manajerial yang diukur dengan membandingkan persentase saham yang dimiliki jajaran manajemen terhadap total saham yang beredar memiliki nilai t sebesar 3,448 dengan tingkat signifikan 0,001 yang lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan properti periode 2016 – 2020. Dengan demikian hipotesis tiga (H3) yang menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap struktur modal ditolak.

Kepemilikan institusional yang diukur dengan membandingkan persentase saham yang dimiliki institusi terhadap total saham yang beredar memiliki nilai t sebesar -2,787 dengan tingkat signifikan 0,007 yang lebih kecil dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal pada perusahaan properti periode 2016 – 2020. Dengan demikian hipotesis empat (H4) yang menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap struktur modal diterima.

Uji Pengaruh Moderasi

Variabel moderasi dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan (*firm size*). Berdasarkan hasil pengolahan data diperoleh hasil untuk uji moderasi sebagai berikut.

Tabel 8. Hasil Uji Moderasi

Variabel Bebas	t	Sig
Likuiditas	1,157	0,251
Struktur aset	-0,550	0,584
Kepemilikan manajerial	3,445	0,001
Kepemilikan institusional	-2,347	0,022
CR*Size	-1,272	0,208
SA*Size	0,350	0,727
MNJ*Size	-1,686	0,096
INS*Size	2,231	0,029

Berdasarkan hasil uji moderasi menunjukkan interaksi likuiditas (*liquidity*) dengan ukuran perusahaan (*firm size*) (CR*Size) menghasilkan nilai t sebesar -1,272 dengan signifikan 0,208 yang lebih besar dari 0,05 sehingga ukuran perusahaan (*firm size*) tidak memoderasi hubungan likuiditas (*liquidity*) terhadap struktur modal. Sehingga hipotesis lima (H5) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) signifikan memoderasi hubungan likuiditas (*liquidity*) dengan struktur modal ditolak.

Interaksi struktur aset dengan ukuran perusahaan (*firm size*) (SA*Size) menghasilkan nilai t sebesar 0,350 dengan signifikan 0,727 yang lebih besar dari 0,05 sehingga ukuran perusahaan (*firm size*) tidak memoderasi hubungan struktur aset terhadap struktur modal. Sehingga hipotesis enam (H6) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) signifikan memoderasi hubungan struktur aset dengan struktur modal ditolak.

Interaksi kepemilikan manajerial dengan ukuran perusahaan (*firm size*) (MNJ*Size) menghasilkan nilai t sebesar -1,686 dengan signifikan 0,096 yang lebih besar dari 0,05 sehingga ukuran perusahaan (*firm size*) tidak memoderasi hubungan kepemilikan manajerial terhadap struktur modal. Sehingga tujuh (H7) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) signifikan memoderasi hubungan kepemilikan manajerial dengan struktur modal ditolak.

Interaksi kepemilikan institusional dengan ukuran perusahaan (*firm size*) (INS*Size) menghasilkan nilai t sebesar 2,231 dengan signifikan 0,029 yang lebih kecil dari 0,05 sehingga ukuran perusahaan (*firm size*) memoderasi hubungan kepemilikan institusional terhadap struktur modal. Sehingga delapan (H8) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) signifikan memoderasi hubungan kepemilikan institusional dengan struktur modal diterima.

Pembahasan

Pengaruh Likuiditas Terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa likuiditas (*liquidity*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal sehingga hipotesis satu dalam penelitian ini diterima. Temuan diperoleh dalam penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan Dewi & Fachrurrozie (2021). Hasil ini menegaskan bahwa perusahaan properti yang mempunyai tingkat likuiditas (*liquidity*) tinggi memiliki dana internal yang lebih besar sehingga perusahaan akan lebih memilih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu untuk membiayai investasinya sebelum menggunakan pembiayaan eksternal (hutang).

Pengaruh Struktur Aset Terhadap Struktur Modal

Struktur aset berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal artinya semakin besar aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan properti maka semakin kecil kemungkinan suatu perusahaan properti menggunakan hutang sebagai modal sehingga hipotesis dua dalam penelitian ini ditolak. Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan temuan yang dilakukan Sahabuddin (2017) yang menunjukkan bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal. Namun hasil penelitian mendukung temuan dari penelitian sebelumnya yang dilakukan Dewi & Fachrurrozie (2021) dengan hasil struktur aset berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Kajian ini juga memperkuat hasil penelitian Hartoyo et al. (2014) dan Acaravci (2015) yang menyatakan adanya pengaruh negatif signifikan antara struktur aktiva terhadap struktur modal.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal artinya semakin besar kepemilikan saham di jajaran manajemen perusahaan properti maka semakin besar kemungkinan suatu perusahaan properti menggunakan hutang sebagai modal sehingga hipotesis tiga dalam penelitian ini ditolak. Hasil yang didapatkan dalam penelitian ini berbeda dengan temuan dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Miraza & Muniruddin (2017) bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap stuktur modal. Namun, hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan Ferliana & Agustina (2018) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal sehingga hipotesis empat dalam penelitian ini diterima. Semakin tinggi kepemilikan saham institusi yang terdapat pada perusahaan properti maka semakin kecil kemungkinan perusahaan menggunakan hutang sebagai modal. Temuan diperoleh dalam penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan Primadhanny (2016) menjelaskan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil ini menegaskan bahwa perusahaan properti yang semakin besar kepemilikan oleh investor institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen terutama dalam pengambilan keputusan mengenai utang.

***Firm Size* Memoderasi Hubungan Likuiditas dengan Struktur Modal**

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) tidak memoderasi hubungan likuiditas (*liquidity*) dengan struktur modal sehingga hipotesis lima ditolak. *Pecking order theory* menekankan bahwa dalam keputusan pendanaan maka penggunaan dana eksternal tidak menjadi prioritas oleh perusahaan dan cenderung menggunakan pendanaan internal. Utang masuk perusahaan besar akan dibayar menggunakan aktiva lancar yang dimiliki oleh perusahaan sehingga dapat digunakan untuk melunasi hutang-hutang perusahaan. Aset lancar yang dimiliki perusahaan diprioritaskan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya daripada melakukan penambahan hutang. Keberadaan besar kecilnya perusahaan tidak menjadi penyebab bahwa perusahaan akan melakukan penambahan hutang. Menurut Dewi & Fachrurrozie (2021) hutang akan dibayar dengan menggunakan aktiva lancar yang dimiliki perusahaan. Oleh karena itu, dengan adanya likuiditas (*liquidity*) yang baik maka perusahaan sekala besar maupun kecil lebih mengutamakan menyelesaikan hutang-hutangnya yang dapat menimbulkan beban bagi perusahaan daripada menambah hutang.

***Firm Size* Memoderasi Hubungan Struktur Aset dengan Struktur Modal**

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) tidak memoderasi hubungan struktur aset dengan struktur modal sehingga hipotesis enam ditolak. Seharusnya perusahaan dengan ukuran perusahaan yang besar dan struktur aset yang tinggi dapat menggunakan hutang yang lebih besar. Hal ini dikarenakan menurut (Gómez et al., 2014) perusahaan yang besar dan struktur aset yang tinggi dapat memberikan kepercayaan yang lebih besar kepada kreditor. Namun penggunaan hutang yang terlalu tinggi juga memiliki resiko yang besar bagi perusahaan. Perusahaan besar dengan struktur aset yang tinggi dapat dengan mudah mendapatkan hutang dari kreditor, namun perusahaan juga mempertimbangkan resiko yang akan mereka terima jika memiliki hutang yang terlalu banyak. Apabila perusahaan tidak dapat mengembalikan hutangnya maka dapat mengakibatkan kebangkrutan, sehingga perusahaan meminimalkan penggunaan hutangnya. Dengan demikian, perusahaan akan lebih berhati-hati dalam menggunakan hutang dan semaksimal mungkin menggunakan dana internal dalam membiayai kegiatan operasionalnya.

***Firm Size* Memoderasi Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Struktur Modal**

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) tidak memoderasi hubungan kepemilikan manajerial dengan struktur modal sehingga hipotesis tujuh ditolak. *Signaling theory* menjelaskan bahwa ukuran perusahaan mampu memberikan sinyal positif kepada pihak eksternal bahwa perusahaan telah mampu berkembang dengan baik di tengah persaingan bisnis (Khafid et al., 2020). Namun ukuran perusahaan tidak sejalan dengan meningkatkan struktur modal perusahaan. Artinya ukuran perusahaan tidak dipertimbangkan oleh perilaku manajerial dalam pengambilan keputusan pendanaan. Besar atau kecilnya ukuran

perusahaan tidak mempengaruhi hubungan antara kepemilikan manajerial dan struktur modal. Hal ini dimungkinkan terjadi karena karena manajer tidak hanya fokus pada kepentingan pemegang saham sehingga kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi keputusan manajer untuk menambah hutang. Meskipun ukuran perusahaan semakin besar, keputusan manajer adalah menjaga tingkat utang yang tetap rendah. Pasalnya, risiko besar yang ditimbulkan oleh hutang dapat menyebabkan kelangsungan bisnis perusahaan.

***Firm Size* Memoderasi Hubungan Kepemilikan Institusional dengan Struktur Modal**

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) secara signifikan memoderasi hubungan struktur aset dengan struktur modal sehingga hipotesis delapan diterima. Mengacu pada teori keagenan yang memprediksi bahwa perusahaan mengurangi masalah keagenan dengan kekuatan kepemilikan institusional yang diharapkan dapat menggantikan hutang untuk mengawasi kinerja manajemen (Short et al., 2002). Pemegang saham institusi dianggap sebagai pihak yang lebih profesional dalam mengawasi kinerja manajer. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin banyak kegiatan operasional yang menyebabkan biaya semakin besar. Di sisi lain, perusahaan besar juga tertarik untuk memaksimalkan aset yang dimiliki untuk memenuhi pendanaan operasional jika dibandingkan melalui pendanaan eksternal. Oleh karena itu ukuran perusahaan mampu memperkuat pengaruh kepemilikan institusional terhadap struktur modal perusahaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Hasil penelitian menunjukkan likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, struktur aset berpengaruh negatif terhadap struktur modal, kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap struktur modal, dan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap struktur modal. Hasil uji moderasi yang terbukti adalah *firm size* secara signifikan memoderasi hubungan kepemilikan institusional dengan struktur modal. Guna memperoleh hasil yang lebih beragam terkait dengan struktur modal perusahaan maka bagi penelitian selanjutnya dapat menambahkan variabel-variabel lain yang dapat mempengaruhi struktur modal seperti pertumbuhan perusahaan, risiko bisnis, dan *corporate governance*. Selain itu, penelitian selanjutnya juga dapat menambahkan profitabilitas sebagai variabel moderasi. Sehingga diharapkan memiliki kemampuan yang lebih baik dalam menjelaskan variabel yang mempengaruhi struktur modal

REFERENSI

- Ahmadimousabad, A., Anuar, M. A., Sofian, S., & Jahanzeb, A. (2013). Capital structure decisions and determinants: An empirical study in Iran. *International Research Journal of Applied and Basic Sciences*, 5(7), 891–896.
- Alam, M. S. & Kuniasih, A. (2020). Determinant of Capital Structure of Property & Real Estate Companies in Indonesia Stock Exchange. *Dinasti International Journal of Economics, Finance & Accounting*. 1(4), 659-668.
- Ariyani, H. F., Pangestuti, I. R. D., & Raharjo, S. T. (2019). The effect of asset structure, profitability, company size, and company growth on capital structure (The study of manufacturing companies listed on the IDX for the Period 2013 - 2017). *Jurnal Bisnis Strategi*, 27(2), 123-136.

- Atiningsih, S., & Izzaty, K. N. (2021). The effect firm size on company value with profitability as intervening variable and dividend policy as moderating variable. *International Journal of Economics, Business and Accounting Research (IJEBAR)*, 5(4), 378-388.
- Cahyani, A., & Sembiring, C. (2019). The effect of financial performance on stock return in mining sector companies listed on IDX. *The Indonesian Accounting Review*, 9(1), 99-107.
- Chasanah, N. W. S., & Satrio, B. (2017). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Transportasi. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, 6(7), 1-17.
- Chen, J., & Strange, R. (2005). The determinants of capital structure: Evidence from Chinese listed companies. *Economic Change and Restructuring*, 38, 11-35.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., & Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking and Finance*, 31(6), 1771-1794.
- Dewi, C. R., & Fachrurrozie, F. (2021). The effect of profitability, liquidity, and asset structure on capital structure with firm size as moderating variable. *Accounting Analysis Journal*, 10(1), 32-38.
- Djazuli, A., Choiriyah, C., & Anggraini, N. S. (2019). The Impact of company size, asset structure and profitability on capital structure of the automotive sector companies listed in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Research*, 11(2), 55-62.
- Doloksaribu, G. C., & Hutabarat, F. M. (2019). Asset structure and capital structure: an evidence of transportation company listed at Indonesian Stock Exchange, *Proceedings International Scholars Conference*, 7(1), 1315-1321.
- Fabozzi, F. J., & Drake, P. (2012). *Capital markets, financial management, and investment management* (10th ed.). John Wiley & Sons Inc.
- Ferliana, N., & Agustina, L. (2018). Profitability moderates the effect of company growth, business risk, company size, and managerial ownership on capital structure. *Accounting Analysis Journal*, 7(3), 207-214
- Gómez, G., Mena Rivas, A., & Lizarzaburu Bolaños, E. R. (2014). The determinants of capital structure in Peru. *Academia Revista Latinoamericana de Administracion*, 27(3), 341-354.
- Handayani, K., Maradona, A., & Darma, G. S. (2018). Firm size, business risk, asset structure, profitability, and capital structure. *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 15(2), 48-57.
- Hayat, M., Jebran, K., Yu, Y., & Wang, M. (2018). Impact of managerial and institutional ownership on capital structure: a comparison between China & USA. *European Journal of Business and Management*, 10(24), 69-80
- Ilona, D., Seprianti, T., & Mary, H. (2021). The influence of ownership on capital structure of companies listed in Indonesia Stock Exchange (IDX). *UPI YPTK Journal of Business and Economics (JBE)*. 6(1), 1-6.
- Indrajaya, G., Herlina., & Setiadi, R. (2011). Pengaruh struktur aktiva, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan, profitabilitas dan risiko bisnis terhadap struktur modal: Studi empiris pada perusahaan sektor pertambangan yang listing di Bursa Efek Indonesia periode 2004-2007. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 6, 1-23.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

- Kasmir. (2017). *Manajemen perbankan*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada
- Khafid, M., Prihatni, R., & Safitri, I. E. (2020). The effects of managerial ownership, institutional ownership, and profitability on capital structure: Firm size as the moderating variable. *International Journal of Financial Research*, 11(4), 493–501.
- Marlina, M., Pinem, D., & Hidayat, N. F. (2020). Effect of Liquidity, Profitability, and Sales Growth on Capital Structure (in Manufacturing Companies). *International Humanities and Applied Science Journal*, 3(2), 1–10.
- Melicher, R., & Norton, E. (2017). *Introduction to finance: Markets, investments, and financial management* (16th ed.). John Wiley & Sons Inc.
- Miraza, C. N. & Muniruddin, S. (2017). Pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, variabilitas pendapatan, corporate tax rate, dan non debt tax shield terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Akuntansi*. 2(3), 73-85.
- Mufidah., Ulupui, I. & Prihatni, R. (2018). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, dan risiko bisnis pada struktur modal perusahaan properti dan real estate di Bursa Efek Indonesia. *Matrik: Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis dan Kewirausahaan*. 12(1), 129-138.
- Nugroho, T. & Patrisia, D. (2021). The effect of capital structure, and growth on firm value on real estate and property companies listed on BEI (2015-2019 period). *Financial Management Studies*, 1(2), 1–11.
- Panda, B., dan Leepsa, N. (2017). Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74-95.
- Pepper, A., & Gore, J. (2015). Behavioral agency theory: New foundations for theorizing about executive compensation. *Journal of Management*, 41(4), 1045–1068.
- Primadhanny, R. (2016). Pengaruh struktur kepemilikan terhadap struktur modal pada perusahaan sektor pertambangan yang tercatat di BEI Periode 2010-2014. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 4(3), 1–9.
- Rahmiyanti, S. & Nugroho, A.S. (2020). The Effect of profitability and liquidity against capital structure (case study in registered property and real estate sector companies on the Indonesia Stock Exchange (IDX) period 2014-2018). *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. 18(1), 1-13.
- Rakayana, W., Sudarma, M., & Rosidi, R. (2021). structure of company ownership and tax avoidance in Indonesia. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 8(3), 296–305
- Reschiwati, R., Syahdina, A., & Handayani, S. (2020). Effect of liquidity, profitability, and size of companies on firm value. *Utopia y Praxis Latinoamericana*, 25(6), 325–332.
- Rizqia, D. A., Aisjah, S., Program, P., & Java, E. (2013). Effect of managerial ownership, financial leverage, profitability, firm size, and investment opportunity on dividend policy and firm value. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(11), 120–130.
- Sahabuddin, Z. A. (2017). Asset structure impact on capital structure of capital market-listed firms in Indonesia and Malaysia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 21(3), 376–386.
- Sari, I. A. G. D. M. (2020). Profitability and liquidity on firm value and capital structure as intervening variable. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 116–127.

- Serghiescu, L., & Văidean, V.-L. (2014). Determinant factors of the capital structure of a firm- an empirical analysis. *Procedia Economics and Finance*, 15(14), 1447–1457
- Sheikh, N. A. & Wang, Z. (2011). Determinants of capital structure. *Managerial Finance*, 37(2), 177-133.
- Short, H., Keasey, K., & Duxbury, D. (2002). Capital structure, management ownership and large external shareholders: A UK analysis. *International Journal of Phyto remediation*, 21(1), 375–399.
- Siroimi, B., & Chandrapala, P. (2017). The effect of corporate governance on firms' capital structure of listed companies in Sri Lanka. *Journal of Competitiveness*, 9(2), 19–33.
- Sitorus, T., & Elinarty, S. (2017). The Influence of liquidity and profitability toward the growth of stock price mediated by the dividen paid out (Case in banks listed in Indonesia Stock Exchange). *Journal of Economics, Business & Accountancy Ventura*, 19(3), 377–392.
- Suranta, E., Midiastuty, P., & Hasibuan, H. R. (2020). The effect of foreign ownership structure and foreign commissioners' board of tax avoidance. *Journal of Economics, Business, & Accountancy Ventura*, 22(3), 309–318.
- Suryani, A. D. & Khafid, M. (2016). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang. *Accounting Analysis Journal*. 5(2), 95-103.
- Tayachi, T., Hunjra, A. I., Jones, K., Mehmood, R., & Al-Faryan, M. A. S. (2022). How does ownership structure affect the financing and dividend decisions of firm? *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 1-18.
- Wellalage, N. H., & Locke, S. (2015). Impact of ownership structure on capital structure of new zealand unlisted firms. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 22(1), 127–142.
- Wiagustini, N. L. P., Ramantha, I. W., Panji Sedana, I. B., & Rahyuda, H. (2017). Indonesia's capital structure: Pecking order theory or trade-off theory. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 15(16), 119–131.