



**KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, KEPEMILIKAN  
MANAJERIAL, DAN RISIKO BISNIS TERHADAP STRUKTUR  
MODAL DENGAN UKURAN PERUSAHAAN SEBAGAI  
MODERASI**

**Alfiana Sukma Nabila<sup>1</sup>, Rida Prihatni<sup>2</sup>, Muhammad Yusuf<sup>3</sup>**

<sup>1,2,3</sup> Universitas Negeri Jakarta, Indonesia

**Abstract**

*Institutional ownership, management ownership, and corporate risk all have an impact on capital structure, and this research intends to examine that impact while controlling for firm size. For their quantitative analysis, the researchers drew from the pool of property-related businesses listed on the IDX. Three hundred and thirty-three real estate companies were randomly selected from 2020 to 2022 using a purposeful selection technique. In order to analyze the data, the Eviews 12 testing tool is used, along with panel data regression analysis and moderated regression analysis (MRA). According to the results, capital structure is negatively and significantly affected by institutional ownership but has no noticeable influence from management ownership. In a similar vein, capital structure seems unaffected by company risk. A large moderating influence of company size on the link between institutional ownership and capital structure is confirmed by the empirical investigation.*

**Keywords:** *Managerial Ownership, Institutional Ownership, Business Risk, Capital Structure, Company Size.*

**How to Cite:**

Nabila, A., S., Prihatni, R., & Yusuf, M., (2024) *Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Moderasi*, Vol. 5, No.2, hal 420-438.

## PENDAHULUAN

Perusahaan properti membutuhkan modal yang besar untuk membiayai pembangunan dan pengembangan kawasan. Modal ini digunakan untuk membeli tanah, membangun infrastruktur, dan mendirikan bangunan (Julian & Ruslim, 2024). Proses investasi properti membutuhkan perencanaan yang matang dan pengelolaan keuangan yang efektif untuk memaksimalkan keuntungan dan meminimalkan risiko. Baik modal internal maupun eksternal dapat digunakan oleh bisnis properti untuk mendanai operasi mereka. Struktur modal perusahaan adalah gabungan antara utang jangka panjang dan ekuitas. Perusahaan berisiko mengalami kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan jika penilaian komposisi struktur modal mereka tidak tepat dan optimal. Kesulitan dalam memperoleh pendanaan dan beban pembayaran bunga memberikan risiko yang cukup besar bagi perusahaan dengan rasio utang terhadap ekuitas yang tinggi.

Pengadilan Niaga Jakarta Pusat menyatakan PT Cowell Development Tbk, sebuah perusahaan real estat di Indonesia, pailit pada bulan Juli 2020. Proses kepailitan dimulai ketika PT Multi Cakra Kencana Abadi mengajukan permohonan pailit atas nama Cowell, dengan mengklaim utang yang telah jatuh tempo sebesar Rp 53,4 miliar (atau 1,93% dari total utang per 24 Maret 2020). Selain itu, kewajiban bank senilai Rp 1,99 triliun juga menjadi tanggung jawab perusahaan. Jumlah ini mencakup utang bank jangka pendek sebesar Rp 220,77 miliar dan utang bank jangka panjang sebesar Rp 1,77 triliun (Trenasia, 2020).

Hal di atas menunjukkan bahwa sejumlah perusahaan properti dan real estat yang terdaftar di BEI sedang mengalami kesulitan. Beban utang yang berat yang ditanggung perusahaan menjadi alasan utama masalah ini. Hal ini menunjukkan betapa bergantungnya perusahaan terhadap pihak lain. Investor melihat semakin sedikit nilai perusahaan seiring dengan meningkatnya tingkat utang. Ketidakmampuan perusahaan untuk mendapatkan sumber keuangan perusahaan dan mencapai struktur keuangan yang tepat merupakan faktor utama yang berkontribusi pada kebangkrutan perusahaan.

Penelitian sebelumnya oleh Julian & Ruslim (2024) dan Wang et al. (2023) Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional secara signifikan dan negatif mempengaruhi struktur modal. Namun penelitian oleh Khafid dkk. (2020) dan Rofi'atun & Nabila (2021) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap struktur modal, sehingga teori ini cacat.

Dua penelitian, satu oleh Julian dan Ruslim (2024) dan satu lagi oleh Ferliana dan Agustina (2018), menunjukkan bahwa kepemilikan manajemen secara signifikan dan positif mempengaruhi arus kas. Baik Salsabila dan Afriyenti (2022) maupun Oktavianari dan Baskara (2019) menemukan bahwa kepemilikan manajemen memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Pada saat yang sama, penelitian yang dilakukan oleh Rahmadiani & Yuliandi (2020) dan Khafid dkk. (2020) menemukan bahwa kepemilikan manajemen tidak berpengaruh terhadap struktur modal organisasi.

Risiko bisnis berpengaruh signifikan dan negatif terhadap struktur modal, menurut penelitian Farah & Firdayetti (2022) dan Lianto dkk. (2020). Di sisi lain, penelitian yang dilakukan oleh Erwan & Kartika (2022) dan Amin dkk. (2023) tidak menemukan adanya hubungan antara risiko perusahaan dengan struktur modal. Di antara faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, ukuran perusahaan berperan sebagai moderator dalam penelitian ini. Peneliti Khafid dkk. (2020), Rofi'atun & Nabila (2021) dan Julian & Ruslim (2024) menemukan bahwa korelasi antara kepemilikan institusional dan struktur modal dapat berubah tergantung pada ukuran perusahaan. Tidak banyak yang diketahui tentang dampak ukuran perusahaan terhadap interaksi antara kepemilikan manajemen, risiko bisnis, dan struktur modal yang berkaitan dengan hubungan ini. Bukti menunjukkan bahwa struktur modal perusahaan akan semakin baik seiring dengan meningkatnya ukuran perusahaan, seperti yang ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Hidayati dkk. (2021) dan Salsabila & Afriyenti (2022). Basis aset yang besar memberikan kepercayaan yang lebih besar kepada kreditur dan investor terhadap kapasitas perusahaan untuk menghadapi badai keuangan. Langkah-langkah tertentu harus dilakukan agar perusahaan besar memiliki struktur modal yang tinggi (Wulandari & Artini, 2019). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruh risiko perusahaan terhadap struktur modal perusahaan dapat bervariasi sesuai dengan ukuran perusahaan.

Penelitian sebelumnya telah menunjukkan hasil yang bertentangan ketika menguji hubungan antara kepemilikan institusional, kepemilikan manajemen, dan risiko perusahaan terkait struktur modal, yang mengarah pada kesenjangan pengetahuan ini. *Gap* lainnya adalah masih minimnya penelitian mengenai peran moderasi yang dilakukan oleh penelitian terdahulu.

## TINJAUAN TEORI

### **Teori Keagenan (*Agency theory*)**

Menurut Jensen dan Meckling dalam Lillah & Yuyetta (2023), Manajer dan pemilik atau pemegang saham perusahaan adalah agen dan prinsip dalam teori ini, yang menjabarkan dinamika di antara mereka dan kesulitan yang muncul sebagai konsekuensinya. Ketika mereka yang terlibat memiliki prioritas yang berbeda dan melihat distribusi uang secara berbeda, ketidaksepakatan mungkin muncul. Meningkatkan dukungan manajerial di dalam perusahaan adalah salah satu cara untuk mengurangi biaya keagenan. Kepemilikan institusional diharapkan dapat menurunkan fungsi utang dalam perusahaan sehingga membuat struktur modal perusahaan relatif rendah (Khafid et al., 2020).

### **Struktur Modal**

Struktur modal perusahaan penting karena struktur modal mencakup semua jenis keuangan yang digunakan bisnis untuk tujuan jangka pendek dan jangka panjang (Wijaya et al., 2022). Struktur modal perusahaan menggambarkan bagaimana utang dan saham perusahaan disusun untuk mendanai operasinya. DER menggambarkan

struktur modal karena memberikan gambaran tentang sejauh mana perusahaan menggunakan utang dalam pendanaannya dan bagaimana hal tersebut mempengaruhi risiko dan potensi keuntungan. Menurut Wang et al. (2023), Khafid et al. (2020), Rofi'atun & Nabila (2021), dan Margana & Wiagustini (2019) metode perhitungan *Debt to equity ratio* dinyatakan sebagai berikut:

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

### **Kepemilikan Institusional**

Kepemilikan institusional sebuah perusahaan adalah jumlah saham yang dimiliki oleh organisasi seperti bank, perusahaan

$$\text{Kepemilikan Institusional (KI)} = \frac{\text{Jumlah Kepemilikan Saham yang Dimiliki Institusi pada Akhir Tahun}}{\text{Total Keseluruhan Jumlah Saham}}$$

asuransi, dan bahkan pemerintah (Julian & Ruslim, 2024). Kehadiran investor institusional juga memberikan sinyal positif bagi investor lain karena mereka secara aktif memantau dan mendisiplinkan manajemen, terutama dalam hal penggunaan utang (Hayat et al., 2018). Adapun rumus yang digunakan menghitung kepemilikan institusional menurut (Margana & Wiagustini, 2019) yaitu:

### **Kepemilikan Manajerial**

Dalam struktur kepemilikan manajerial, manajer mengambil peran sebagai manajer dan pemegang saham ketika mereka memiliki saham dalam bisnis. (Salsabila & Afriyenti, 2022). Kepemilikan manajerial merupakan situasi di mana manajer memiliki saham perusahaan, yang menyebabkan peran ganda bagi mereka, yaitu sebagai manajer yang ingin memajukan perusahaan dan sebagai pemegang saham yang ingin mendapatkan keuntungan. Adapun rumus yang digunakan menghitung kepemilikan manajerial menurut (Salsabila & Afriyenti, 2022) yaitu:

$$\text{Kepemilikan Manajerial (KM)} = \frac{\text{Jumlah Kepemilikan Saham yang Dimiliki Manajer pada Akhir Tahun}}{\text{Total Keseluruhan Jumlah Saham}}$$

### **Risiko Bisnis**

Ketidakmampuan perusahaan dalam memenuhi pengeluaran operasinya mungkin merupakan konsekuensi dari risiko bisnis, yaitu ketidakpastian di sekitar tingkat pengembalian atau laba sebelum bunga dan pajak (EBITDA) (Mala & Yudiantoro, 2023). Rasio *degree of operating leverage* (DOL), seperti yang diusulkan oleh Sungkar

dan Deitiana (2021), dapat digunakan untuk mengukur risiko perusahaan. Rasio ini dinyatakan sebagai berikut:

$$DOL = \frac{(EBIT^1 - EBIT^0) / EBIT^0}{(Sales^1 - Sales^0) / Sales^0}$$

### Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan tolak ukur besar kecilnya perusahaan yang dapat dilihat dari beberapa aspek seperti jumlah kepemilikan aset, penjualan dalam kurun waktu tertentu, nilai pasar saham (*market share*) yang diterbitkan, kapitalisasi pasar, dan lain sebagainya (Julian & Ruslim, 2024). Total aset perusahaan dapat menjadi indikator yang baik untuk mengukur ukuran perusahaan (Wijaya et al., 2022). Asfrianto dkk. (2023) menyatakan bahwa untuk mengurangi volatilitas data, digunakan logaritma natural dari total aset. Oleh karena itu, ukuran perusahaan dapat diproksikan dengan menggunakan Logaritma Natural Total Aset seperti yang dilakukan pada penelitian Oktaviantari & Baskara (2019), Wang et al. (2023), (Khafid et al., 2020) dan Salsabila & Afriyenti (2022), ditulis sebagai berikut:

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

## PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal

Menurut teori keagenan, kepemilikan institusional yang lebih besar merupakan strategi yang baik untuk mengurangi potensi manajer dan pemegang saham memiliki kepentingan yang saling bersaing. Kepemilikan institusional yang kuat dapat menekan dan memperkuat pengawasan terhadap internal perusahaan, sehingga mengurangi potensi perilaku oportunistik dari manajemen yang dapat merugikan pemegang saham (Khafid et al., 2020).

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Julian & Ruslim (2024), Wang et al. (2023) dan Mariani (2021) Terdapat hubungan negatif yang kuat dan nyata antara kepemilikan institusional dan struktur modal ketika keduanya dikaji secara bersama-sama. Penelitian ini menguji hipotesis berikut berdasarkan alur pemikiran ini:

**H1 : Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Struktur Modal**

### Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Struktur Modal

Dengan menunjukkan bahwa manajemen perusahaan adalah pemilik, kepemilikan manajerial diyakini dapat mengurangi perselisihan keagenan (Khafid et al., 2020). Potensi pendapatan yang besar mendorong pemilik untuk memilih aktivitas yang berisiko tinggi. Namun, menurut Bringham dan Houston dalam Khafid et al. (2020),

investor eksternal tidak sering menanggung beban dari efek negatif dari utang yang terkonsentrasi, melainkan sebagian besar berada di pundak manajemen. Penelitian oleh Salsabila & Afriyenti (2022) dan Oktavianari & Baskara (2019) menunjukkan bahwa kepemilikan manajemen dan struktur modal memiliki hubungan negatif yang substansial. Penelitian ini berusaha untuk masuk ke dalam hipotesis yang telah disebutkan dalam penjelasan. Secara khusus, kami akan menguji hipotesis berikut:

## **H2 : Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Struktur Modal**

### **Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal**

Ketika sebuah perusahaan menghadapi variabilitas pendapatan yang tinggi, risiko bisnisnya juga meningkat. Hal ini menyebabkan laba perusahaan cenderung berfluktuasi, yang berarti pendapatan menjadi tidak stabil. Situasi ini menimbulkan tantangan bagi perusahaan dalam menjaga kestabilan keuangan mereka. Penelitian Lianto et al. (2020) Perusahaan yang mengambil lebih banyak risiko dalam operasinya idealnya memiliki rasio utang terhadap ekuitas yang lebih rendah, demikian menurut teori. Terdapat korelasi yang kuat dan negatif antara Risiko Bisnis dan Struktur Modal, seperti yang ditunjukkan pada penelitian Nurhayadi dkk. (2021) dan Lianto dkk. (2020). Penelitian ini berusaha untuk masuk ke dalam hipotesis yang telah disebutkan dalam penjelasan tersebut. Secara khusus, kami akan menguji hipotesis berikut ini:

## **H3 : Risiko Bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Struktur Modal**

### **Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Struktur Modal yang dimoderasi oleh Ukuran Perusahaan**

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. Perusahaan akan lebih perlu untuk diawasi jika tingkat kepemilikannya dalam institusi lebih tinggi daripada kepemilikan investornya, hal ini dapat menghalangi tingkat oportunistik dari seorang manajer. Penelitian oleh Khafid dkk. (2020), Rofi'atun & Nabila (2021), dan Julian & Ruslim (2024) antara lain menunjukkan bahwa hubungan antara kepemilikan institusional dan struktur modal mungkin bergantung pada ukuran perusahaan. Penelitian ini berusaha untuk masuk ke dalam hipotesis yang telah disebutkan dalam penjelasan tersebut. Secara khusus, kami akan menguji hipotesis berikut ini:

## **H4 : Ukuran perusahaan dapat memoderasi efek kepemilikan institusional pada struktur modal**

### **Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Struktur Modal yang dimoderasi oleh Ukuran Perusahaan**

Pengawasan yang lebih besar terhadap perilaku manajerial dalam membuat

keputusan keuangan merupakan akibat langsung dari peningkatan kepemilikan manajemen. Di sisi lain, modal operasional meningkat ketika ukuran perusahaan bertambah besar (Khafid et al., 2020). Hubungan antara kepemilikan manajemen dan struktur modal adalah fokus dari penelitian ini, yang berusaha untuk memahami bagaimana ukuran perusahaan dapat mempengaruhinya. Kepemilikan manajemen dan struktur modal perusahaan terbukti memiliki korelasi negatif dalam penelitian Salsabila & Afriyenti (2022) dan Oktaviantari & Baskara (2019). Bukti menunjukkan bahwa struktur modal perusahaan akan semakin baik seiring dengan meningkatnya ukuran perusahaan, seperti yang ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Hidayati dkk. (2021) dan Salsabila & Afriyenti (2022). Artinya, aset yang tinggi menjadikan investor dan kreditor lebih mempercayai untuk berinvestasi dikarenakan tingginya jaminan dari perusahaan. Dari beberapa hasil penelitian tersebut, penelitian ini menduga dapat terjadi peran moderasi ukuran perusahaan pada hubungan kepemilikan manajerial dengan struktur modal. Maka, diperoleh hipotesis sebagai berikut:

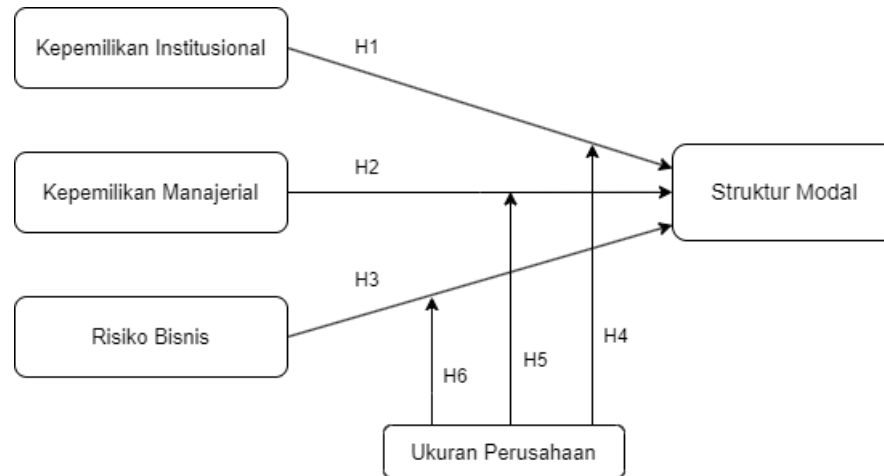
**H5 : Ukuran perusahaan dapat memoderasi efek kepemilikan manajerial pada struktur modal**

**Pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal yang dimoderasi oleh ukuran perusahaan**

Perusahaan yang mengalami penurunan pendapatan laba akan memiliki aset yang berkurang sehingga sulit untuk mendapatkan kepercayaan investor dan kreditor dalam memberikan pendanaan (Puspita & Dewi, 2019). Berdasarkan penelitian Lianto et al. (2020) dan Farah & Firdayetti (2022) menyimpulkan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Berdasarkan penelitian Hidayati et al. (2021) dan Salsabila & Afriyenti (2022) yang mengemukakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif pada struktur modal. Artinya, aset yang tinggi menjadikan investor dan kreditor lebih mempercayai untuk berinvestasi dikarenakan tingginya jaminan dari perusahaan. Berdasarkan temuan-temuan tersebut, penelitian ini menghipotesiskan bahwa hubungan antara risiko bisnis dan struktur modal dapat dimoderasi oleh ukuran perusahaan. Setelah itu, kami sampai pada teori berikut:

**H6 : Ukuran perusahaan dapat memoderasi efek risiko bisnis pada struktur modal**

Berikut merupakan kerangka konseptual yang dibuat berdasarkan pengembangan hipotesis dan penelitian terdahulu:



Sumber: Data diolah oleh Peneliti, 2024

Gambar 1 Kerangka Konseptual

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini mengandalkan sumber data sekunder dan menggunakan teknik penelitian kuantitatif. Data ini diambil dari situs web IDX, yang merupakan situs resmi Bursa Efek Indonesia. Secara khusus, penelitian kami berfokus pada sub-sektor properti dan real estat yang terdaftar di BEI. Para peneliti menggunakan strategi purposive sampling untuk memilih sebagian dari populasi. Sampel dipilih berdasarkan kriteria sebagai berikut:

**Tabel 1 Kriteria Sampel Penelitian**

No.	Kriteria	Jumlah
	Perusahaan properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2020-2022	78
1.	Perusahaan sektor properti dan real estate yang tidak melaporkan laporan keuangannya secara berturut-turut tahun 2020-2022 dan laporannya tidak dapat diakses di <i>website</i> BEI	(11)
1.	Perusahaan yang tidak memiliki data lengkap tentang struktur modal, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, risiko bisnis, dan ukuran perusahaan.	(34)
2.	Perusahaan yang menggunakan mata uang selain Rupiah di dalam laporan keuangannya	0
<b>Jumlah sampel yang memenuhi kriteria</b>		<b>33</b>
Tahun Penelitian 2020-2022		3
<b>Jumlah observasi penelitian (33x3)</b>		<b>99</b>

Sumber: Data diolah oleh peneliti, 2024

## HASIL DAN PEMBAHASAN



## Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif berusaha untuk memberikan gambaran mengenai karakteristik data yang berasal dari sampel.

**Tabel 2 Statistik Deskriptif**

	Struktur Modal (Y)	Kepemilikan Institusional (X1)	Kepemilikan Manajerial (X2)	Risiko Bisnis (X3)	Ukuran Perusahaan (Z)
Mean	0.241918	0.585159	0.147937	-85.98234	28.90325
Median	0.505132	0.638868	0.04	1.427308	29.43577
Maximum	6.877225	0.85	0.849887	155.9162	31.58382
Minimum	-55.7293	0.138655	3.09E-10	-5673.949	25.24915
Std. Dev.	5.815884	0.210288	0.217258	622.5752	1.843466
Skewness	-9.140796	-0.437731	1.74725	-8.018216	-0.591313
Kurtosis	88.47509	1.998794	5.264318	69.26807	2.123027
Jarque-Bera	31515.86	7.296497	71.52203	19175.58	8.941695
Probability	0	0.026037	0	0	0.011438
Sum	23.94992	57.93075	14.64577	-8512.252	2861.422
Sum Sq. Dev.	3314.801	4.33366	4.62572	37984792	333.0401
Observations	99	99	99	99	99

Sumber: Hasil Pengolahan Data Sekunder Eviews 12, 2024

Dari -55.72930 hingga 6.877225, Struktur Modal dapat memiliki rentang nilai yang sangat kecil. Pada tahun 2021, Bliss Properti Indonesia Tbk menunjukkan nilai terendah. Nilai maksimum mengacu pada nilai tertinggi yang dicapai Bliss Properti Indonesia Tbk pada tahun 2020. Selain itu, standar deviasi adalah 5,815884 dan rata-rata 0,241918. Karena terdapat sedikit penyebaran dalam distribusi data di seluruh unit analisis, maka nilai rata-rata yang lebih kecil dari standar deviasi mengindikasikan bahwa data tersebut homogen.

Pada titik terendahnya, Kepemilikan Institusional berkisar pada 0.138655. Nilai minimum atau titik terendah Intiland Development Tbk dicapai pada tahun 2020. Pada tahun fiskal 2020-2021, nilai Bliss Properti Indonesia Tbk mencapai titik tertinggi pada 0,997736. Selanjutnya, untuk Kepemilikan Institusional memiliki rata-rata sebesar 0.5945516 dan standar deviasi sebesar 0.215229. Standar deviasi yang kecil relatif terhadap nilai rata-rata menunjukkan bahwa data tersebut homogen, karena distribusi data tidak banyak berubah di seluruh unit penelitian.

Pada 3,09E-10, spektrum kepemilikan oleh manajer berada pada titik terendah. Untuk tahun 2020 dan 2022, nilai minimum merupakan nilai terendah yang dapat dicatatkan oleh PT Urban Jakarta Propertindo Tbk. Pada rentang waktu 2020-2022, nilai Maha Properti Indonesia Tbk mencapai puncaknya pada 0,849887. Selain itu, terdapat standar deviasi sebesar 0,217258 dan rata-rata kepemilikan manajemen

sebesar 0,147937. Data dengan distribusi yang lebih tersebar akan memiliki standar deviasi yang lebih besar relatif terhadap rata-rata.

### Pemilihan Model

#### Uji Chow

**Tabel 3 Uji Chow**

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.040917	-32.63	0.4350
Cross-section Chi-square	42.018644	32	0.1107

Sumber: Hasil Pengolahan Data Sekunder Eviews 12, 2024

Model data yang digunakan adalah *Common Effect Model* (CEM) sesuai dengan nilai F-statistic dan probabilitas sebesar  $0.4350 < 0.05$  yang diperoleh dari hasil regresi berdasarkan *Fixed Effect Model* dan *Common Effect Model* dengan menggunakan uji Chow.

#### Uji Lagrange Multiplier

**Tabel 4 Uji Lagrange Multiplier**

	Cross-section	Test	
		Hypothesis Time	Both
Breusch-Pagan	0.029903 (0.8627)	0.179200 (0.6721)	0.209102 (0.6475)

Sumber: Hasil Pengolahan Data Sekunder Eviews 12, 2024

*Common Effect Model* adalah model yang tepat untuk digunakan karena menurut hasil uji LM untuk *Common Effect Model* dengan *Random Effect Model*, probabilitas cross-section sebesar 0.8627, lebih tinggi dari  $\alpha = 5\%$ .

### Hasil Uji Asumsi Klasik

Untuk menguji adanya gejala heteroskedastisitas dan multikolinieritas pada hasil estimasi regresi, maka perlu dilakukan uji asumsi klasik. (Nugroho & Haritanto, 2022).

#### Uji Multikolinieritas

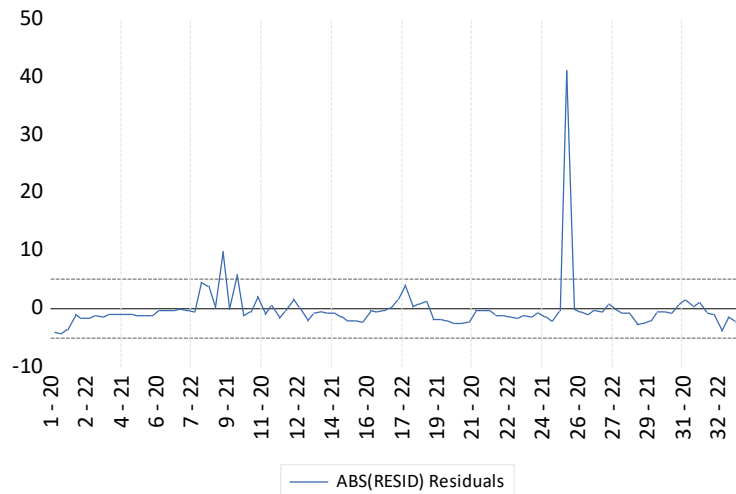
**Tabel 5 Uji Multikolinieritas**

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	3.142628	9.010556	NA
X1	8.078483	8.945084	1.013930
X2	7.574623	1.490067	1.014761
X3	0.00000919	1.030985	1.011495

Sumber: Hasil Pengolahan Data Sekunder Eviews 12, 2024

Tidak ada satupun dari keempat variable independen yang memiliki VIF lebih besar dari 10, seperti yang terlihat pada temuan uji multikolinieritas (gambar di atas). Multikolinieritas tidak dapat dipertimbangkan saat ini.

### Uji Heteroskedastisitas



Sumber: Hasil Pengolahan Data Sekunder Eviews 12, 2024

Gambar 2 Uji Heteroskedastisitas

Pada pengujian heteroskedastisitas menggunakan grafik Y residual pula, tampak tidak terjadi heteroskedastisitas dimana grafik residual (warna biru) menunjukkan jika Y residual tidak melewati batas (500 dan -500), mengindikasikan bahwa tidak terdapat masalah heteroskedastisitas (Napitupulu et al., 2021: 143).

## Uji Autokorelasi

**Tabel 6 Uji Autokorelasi**

R-squared	0.203249	Mean dependent var	0.241918
Adjusted R-squared	0.141961	S.D. dependent var	5.815884
S.E. of regression	5.387277	Akaike info criterion	6.283313
Sum squared resid	2641.071	Schwarz criterion	6.49302
Log likelihood	-303.024	Hannan-Quinn criter.	6.368161
F-statistic	3.316269	Durbin-Watson stat	2.603897
Prob(F-statistic)	0.003445		

Sumber: Hasil Pengolahan Data Sekunder Eviews 12, 2024

Dari Tabel di atas dapat dilihat bahwa nilai Durbin Watson (dW) yang dihasilkan dari model regresi adalah 2,603897. Apabila nilai yang diperoleh disubstitusikan pada kriteria uji maka didapat bahwa nilai dW lebih besar dari nilai dL atau nilai dW lebih besar dari nilai 4-dU yaitu 2.2425, sehingga dapat disimpulkan bahwa pada data penelitian ini terjadi autokorelasi negatif.

## Hasil Uji Moderated Regression Analysis (MRA)

**Tabel 7 Hasil Estimasi Common Effect Model**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	113.5087	27.05581	4.195353	0.0001
X1	-140.2091	41.81053	-3.353441	0.0012
X1_Z	5.039411	1.443925	3.490078	0.0007
X2	-46.41732	55.07211	-0.842846	0.4015
X2_Z	1.574975	1.852633	0.850128	0.3975
X3	0.006846	0.096349	0.071053	0.9435
X3_Z	-0.000229	0.003209	-0.071321	0.9433
Z	-4.051446	0.940684	-4.306913	0.0000

Sumber: Hasil Pengolahan Data Sekunder Eviews 12, 2024

Tabel 7 menunjukkan temuan dari analisis regresi yang memperhitungkan ukuran perusahaan dalam menguji dampak kepemilikan institusional terhadap struktur modal.

$$Y_{it} = 113.5087 - 140.2091 * X1 + 5.039411 * X1Z - 46.41732 * X2 + 1.574975 * X2Z + 0.006846 * X3 - 0.000229 * X3Z - 4.051446 * Z$$

## Hasil Uji t

**Tabel 8 Uji t**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	113.5087	27.05581	4.195353	0.0001
X1	-140.2091	41.81053	-3.353441	0.0012
X1_Z	5.039411	1.443925	3.490078	0.0007
X2	-46.41732	55.07211	-0.842846	0.4015
X2_Z	1.574975	1.852633	0.850128	0.3975
X3	0.006846	0.096349	0.071053	0.9435
X3_Z	-0.000229	0.003209	-0.071321	0.9433
Z	-4.051446	0.940684	-4.306913	0.0000

Sumber: Hasil Pengolahan Data Sekunder Eviews 12, 2024

Tabel 8 menunjukkan bahwa pada tingkat signifikansi 0.0012, kepemilikan institusional memiliki koefisien regresi sebesar -140.2091. Nilai p-value yang kurang dari 0,05 menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara kepemilikan institusional dan struktur modal. Kepemilikan manajerial memiliki koefisien regresi sebesar -46.41732 dan tingkat signifikansi sebesar 0.4015. Secara statistik tidak terdapat hubungan yang signifikan antara kepemilikan manajemen dengan struktur modal ( $p > 0.05$ ). Untuk risiko perusahaan, koefisien regresi sebesar 0.006846 dan tingkat signifikansi sebesar 0.9435. Kita dapat menyimpulkan bahwa Risiko Bisnis tidak secara signifikan mempengaruhi struktur modal karena nilai signifikansinya lebih tinggi dari 0,05.

## Hasil Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

**Tabel 9 Uji Koefisien Determinasi**

R-squared	0.203249	Mean dependent var	0.241918
Adjusted R-squared	0.141961	S.D. dependent var	5.815884
S.E. of regression	5.387277	Akaike info criterion	6.283313
Sum squared resid	2641.071	Schwarz criterion	6.49302
Log likelihood	-303.024	Hannan-Quinn criter.	6.368161
F-statistic	3.316269	Durbin-Watson stat	2.603897
Prob(F-statistic)	0.003445		

Sumber: Hasil Pengolahan Data Sekunder Eviews 12, 2024

Dalam penelitian ini, nilai yang disesuaikan adalah 0.141961. Hasilnya, 14,2% varians dalam struktur modal dapat dijelaskan oleh variable kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan risiko bisnis.

## Hasil Uji F Statistik

**Tabel 10 Uji F Statistik**

R-squared	0.203249	Mean dependent var	0.241918
Adjusted R-squared	0.141961	S.D. dependent var	5.815884
S.E. of regression	5.387277	Akaike info criterion	6.283313
Sum squared resid	2641.071	Schwarz criterion	6.49302
Log likelihood	-303.024	Hannan-Quinn criter.	6.368161
F-statistic	3.316269	Durbin-Watson stat	2.603897
Prob(F-statistic)	0.003445		

Sumber: Hasil Pengolahan Data Sekunder Eviews 12, 2024

Uji F statistik menghasilkan F-hitung sebesar 3,316269, yang lebih besar dari batas 0,05 dan signifikan secara statistik pada tingkat 0,003445. Risiko bisnis, ukuran perusahaan, kepemilikan manajemen, dan kepemilikan institusional semuanya berkorelasi kuat. Ketika memutuskan struktur modal, interaksi dari elemen-elemen ini sangat penting.

## PEMBAHASAN

### Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal

Nilai p-value sebesar 0.0012 menunjukkan hasil yang signifikan secara statistik, menurut hasil pengujian. Hasil pengujian menunjukkan bahwa Kepemilikan Institusional tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Struktur Modal, karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05. Oleh karena itu, kita harus menolak hipotesis nol (H1) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang besar terhadap struktur modal.

Karena organisasi yang besar memiliki akses yang lebih baik terhadap pendanaan yang konsisten dan cukup besar, maka kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang besar terhadap struktur modal bisnis properti dan real estate. Hal ini memungkinkan mereka untuk memberikan dukungan finansial yang lebih besar terhadap perusahaan, baik dalam bentuk pinjaman jangka panjang maupun investasi ekuitas, yang dapat mempengaruhi komposisi struktur modal.

### Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Struktur Modal

Penelitian statistik menunjukkan bahwa struktur modal perusahaan properti dan real estat tidak terpengaruh oleh kepemilikan manajemen. Menurut hasil penelitian, kepemilikan manajerial memiliki nilai yang cukup besar yaitu 0,4015. Oleh karena itu, hipotesis nol (H1) yang menyatakan bahwa Kepemilikan Manajerial secara signifikan mempengaruhi Struktur Modal tidak dapat diterima.

Beberapa alasan spesifik industri menjelaskan mengapa struktur modal perusahaan properti dan real estate sebagian besar tidak terpengaruh oleh kepemilikan

manajemen. Kepemilikan manajerial biasanya tidak memiliki dampak langsung yang besar terhadap pilihan keuangan struktur modal di industri properti dan real estate. Hal ini karena kepemilikan manajerial lebih fokus pada pengelolaan operasional dan strategi pengembangan properti yang berkaitan dengan nilai aset dan pengembalian investasi jangka panjang, bukan pada pengaturan modal atau struktur keuangan perusahaan.

### **Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal**

Dengan tingkat signifikansi sebesar 0.9435, analisis statistik menunjukkan bahwa hubungan antara Risiko Bisnis dan Struktur Modal tidak signifikan secara statistik. Nilai signifikansi yang lebih tinggi dari 0,05 menunjukkan bahwa Risiko Bisnis tidak berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal. Oleh karena itu, hipotesis nol (H1) yang menyatakan bahwa Risiko Bisnis secara signifikan mempengaruhi struktur modal tidak dapat diterima.

Karena industri properti dan real estate memiliki karakteristik yang mengurangi pengaruh risiko bisnis, struktur modal perusahaan-perusahaan ini sebagian besar tidak terpengaruh oleh risiko bisnis. Tanah dan bangunan yang dimiliki perusahaan properti dan real estat sering kali memiliki nilai intrinsik yang cukup stabil dan dapat digunakan sebagai jaminan untuk pinjaman dari bank. Dalam konteks ini, risiko bisnis terkait dengan fluktuasi pasar atau permintaan properti tidak secara langsung mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk mendapatkan pendanaan.

### **Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal dengan Ukuran Perusahaan sebagai Variable Moderasi**

Analisis statistik yang dilakukan pada tingkat kepercayaan 5% menunjukkan bahwa perusahaan yang lebih besar lebih mampu mengendalikan dampak kepemilikan institusional terhadap struktur modal di industri properti dan real estate. Analisis statistik dari uji regresi yang menyertakan variable interaksi menghasilkan hal ini. Nilai kepentingan untuk kepemilikan institusional adalah 0,0007. Bukti menunjukkan bahwa hubungan antara kepemilikan institusional dan struktur modal dapat dilemahkan dengan meningkatnya ukuran perusahaan. Akibatnya, jelas bahwa semakin besar sebuah perusahaan, semakin besar pula pengaruh kepemilikan institusional terhadap struktur modal.

Keputusan mengenai struktur modal perusahaan properti dan real estat dapat dipengaruhi oleh ukuran perusahaan dan kepemilikan institusional. Namun demikian, dalam konteks khusus ini, dampak kepemilikan institusional terhadap struktur modal tidak dimitigasi oleh ukuran bisnis. Hal ini disebabkan oleh sifat unik dari sektor real estat dan properti. Usaha-usaha besar, seperti pengembangan properti atau pembelian aset-aset berharga, terkadang membutuhkan pendanaan dari sumber luar, yang merupakan praktik umum bagi perusahaan-perusahaan dalam bisnis ini. Struktur modal dapat dipengaruhi oleh pilihan kepemilikan institusional untuk utang atau ekuitas, yang didorong oleh risiko dan hasil investasi jangka panjang. Hal ini karena kepemilikan institusional sering kali memiliki akses lebih besar ke sumber daya keuangan.

### **Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Struktur Modal dengan Ukuran Perusahaan sebagai Variable Moderasi**

Ukuran perusahaan tidak memperlemah dampak kepemilikan manajemen terhadap struktur modal pada perusahaan properti dan real estat, berdasarkan uji statistik yang dilakukan pada tingkat kepercayaan 5%. Tingkat signifikansi sebesar 0,3975 ditemukan dalam analisis statistik uji regresi yang mencakup variable interaksi, kepemilikan manajerial. Hal ini menunjukkan bahwa hubungan antara kepemilikan manajerial dan struktur modal tidak dapat dimodifikasi oleh ukuran perusahaan. Oleh karena itu, klaim bahwa dampak kepemilikan manajerial terhadap struktur modal tidak dapat dimitigasi dengan meningkatkan ukuran perusahaan tidak berdasar.

Keputusan mengenai struktur modal perusahaan properti dan real estat dapat dipengaruhi oleh ukuran perusahaan dan kepemilikan institusional. Namun demikian, dalam konteks khusus ini, dampak kepemilikan institusional terhadap struktur modal tidak dimitigasi oleh ukuran bisnis. Hal ini disebabkan oleh sifat unik dari sektor real estat dan properti. Usaha-usaha besar, seperti pengembangan properti atau pembelian aset-aset berharga, terkadang membutuhkan pendanaan dari sumber luar, yang merupakan praktik umum bagi perusahaan-perusahaan dalam bisnis ini. Struktur modal dapat dipengaruhi oleh pilihan kepemilikan institusional untuk utang atau ekuitas, yang didorong oleh risiko dan hasil investasi jangka panjang. Hal ini karena kepemilikan institusional sering kali memiliki akses lebih besar ke sumber daya keuangan.

### **Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal dengan Ukuran Perusahaan sebagai Variable Moderasi**

Pada tingkat kepercayaan 5%, uji statistik menunjukkan bahwa hubungan antara risiko bisnis dan struktur modal pada perusahaan properti dan real estat tidak dipengaruhi oleh ukuran perusahaan. Variable interaksi risiko bisnis memiliki nilai signifikan secara statistik sebesar 0,9433 dalam uji regresi, sesuai dengan data. Hal ini menunjukkan bahwa Ukuran Perusahaan tidak dapat memoderasi pengaruh antara Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal. Dengan demikian, dapat diketahui bahwa Ukuran Perusahaan dapat memoderasi yaitu memperkuat pengaruh Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal, **ditolak**.

Perusahaan-perusahaan dari berbagai ukuran menghadapi risiko real estat dan properti yang sama, yang memiliki dampak yang tidak proporsional terhadap struktur modal mereka. Siklus pasar yang panjang, harga aset yang tinggi, dan ketergantungan yang tinggi pada modal merupakan ciri khas industri properti dan real estat secara keseluruhan.

## **KESIMPULAN DAN SARAN**

### **Kesimpulan**

Kesimpulan penelitian ini berdasarkan hasil dan pembahasan sebagai berikut:

1. Kepemilikan Institusional berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal.



2. Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal.
3. Risiko bisnis tidak berpengaruh signifikan terhadap Struktur Modal.
4. Ukuran Perusahaan dapat memoderasi yaitu memperkuat pengaruh Kepemilikan Instusional terhadap Struktur Modal.
5. Ukuran Perusahaan tidak dapat memoderasi pengaruh antara Kepemilikan Manajerial terhadap Struktur Modal.
6. Ukuran Perusahaan tidak dapat memoderasi pengaruh antara Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal.

### **Saran**

1. Perusahaan disarankan untuk menjaga hubungan baik dengan investor institusional dan menarik investor baru melalui strategi komunikasi yang efektif dan menjaga kinerja perusahaan agar tetap menarik.
2. perusahaan dapat meningkatkan manajemen risiko dan mempertimbangkan insentif jangka panjang bagi manajer untuk keputusan yang lebih seimbang.
3. perusahaan perlu mempertimbangkan implikasi ini dalam pengambilan keputusan finansial untuk merancang strategi struktur modal yang optimal.
4. Peneliti selanjutnya diharapkan memperluas sampel penelitian serta menambahkan periode penelitian untuk menggambarkan kondisi jangka panjang dan menambahkan variable yang dapat mempengaruhi Struktur Modal perusahaan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Amin, M. A. N., Amirah, & Azis, L. A. (2023). Pengaruh Growth Opportunity, Pertumbuhan Aset, Profitabilitas, dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Properti Dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017-2021. *Jurnal Valuasi: Jurnal Ilmiah Ilmu Manajemen Dan Kewirausahaan*, 3(1), 132–151. <https://doi.org/10.46306/vls.v3i1>
- Erwan, H. C., & Kartika, T. P. D. (2022). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Non-Debt Tax Shield, Operating Leverage, Cash Holding dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur: Keywords: Managerial Ownershi; Non-Debt Tax Shield; Operating Leverage; Cash Holding; Business Risk; Capital Structure. *Jurnal Akuntansi AKUNESA*, 10(2), 1–11. <https://doi.org/10.26740/akunesa.v10n2.p1-11>
- Farah, F. N. A. & Firdayetti. (2022). Effect of Financial Performance and Business Risk on Capital Structure. *Journal of Applied Management and Business (JAMB)*, 3(2), 55–64. <https://doi.org/10.37802/jamb.v3i2.269>
- Ferliana, N., & Agustina, L. (2018). *Profitability Moderates the Effect of Company Growth, Business Risk, Company Size, and Managerial Ownership on Capital Structure*.
- Hayat, M., Yu, Y., Wang, M., & Jebran, K. (2018). Impact of Managerial and Institutional Ownership on Capital Structure: A Comparison Between China & USA. *European Journal of Business and Management*.
- Julian, R., & Ruslim, H. (2024). Likuiditas, Struktur Aset, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal Dengan Firm Size Sebagai Moderasi.
- 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. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v11n4p493>
- Lianto, V., Sinaga, A. N., Susanti, E., Yaputra, C., & Veronica, V. (2020). Analisis Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Struktur Aset, Likuiditas, dan Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Journal of Economic, Bussines and Accounting (COSTING)*, 3(2), 282–291. <https://doi.org/10.31539/costing.v3i2.1064>
- Lillah, M. S., & Yuyetta, E. N. A. (2023). Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan Dengan Komisaris Independen Sebagai Variable Intervening.

- Mariani, D. (2021). Pengaruh Profitabilitas, Umur Perusahaan, Struktur Kepemilikan Institusional Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Property Dan Real Estate Yang Terdaftar Di Bei. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 10(1), 55. <https://doi.org/10.36080/jak.v10i1.1431>
- Nurhayadi, W., Sulistiana, I., Nurkhalishah, S., & Salam, A. F. (2021). *Pengaruh Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan dan Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal*. 16(1).
- Oktaviantari, N. K. A., & Baskara, I. G. K. (2019). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Tangibility Assets, Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Struktur Modal Pada Sub Sektor Ritel. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 8(6), 3843. <https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2019.v08.i06.p20>
- Rahmadiani, M., & Yuliandi, Y. (2020). Pengaruh Profitabilitas, Risiko Bisnis, Kepemilikan Manajerial, Dan Pajak Terhadap Struktur Modal: Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2017. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 8(1), 27–36. <https://doi.org/10.37641/jiakes.v8i1.288>
- Rofi'atun, R., & Nabila, R. (2021). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada bank umum syariah. *Journal of Accounting and Digital Finance*, 1(2), 59–71. <https://doi.org/10.53088/jadfi.v1i2.78>
- Salsabila, P., & Afriyenti, M. (2022). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Ukuran Perusahaan, Perisai Pajak Non Hutang, dan Leverage Operasi terhadap Struktur Modal. *JURNAL EKSPLORASI AKUNTANSI*, 4(4), 808–820. <https://doi.org/10.24036/jea.v4i4.618>
- Trenasia. (2020, July 16). *Bagaimana Cowell Development Bisa Pailit?* <https://www.trenasia.com/bagaimana-cowell-development-bisa-pailit>
- Wang, C., Lok, C.-L., & Phua, L. K. (2023). Ownership Structure and Capital Structure: Moderating Effect of Product Market Maturity. *SAGE Open*, 13(4), 21582440231218787. <https://doi.org/10.1177/21582440231218787>
- Wijaya, D. E., Asyik, D. N. F., & Budiyanto, D. (2022). *Kajian Teoritis Capital Structure, Firm Size, Volatility, Tangibility, Uniqueness, dan Profitability*.