

Pengaruh kepemilikan institusional, *asset tangibility*, likuiditas, profitabilitas, pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal

Richie Rafiienza¹, Lela Hindasah^{2*}

¹²Prodi Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

¹Richie.Rafiienza@umy.ac.id, ²Lela@umy.ac.id

Info Artikel :

Diterima :

20 Februari 2025

Disetujui :

25 Maret 2025

Dipublikasikan :

30 Maret 2025

ABSTRAK

Penelitian ini mengamati bisnis manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2018 hingga 2021 dan bagaimana struktur modal mereka ditentukan. Kepemilikan institusional, tangibility of asset, likuiditas, profitabilitas, pertumbuhan penjualan, dan ukuran bisnis adalah beberapa variabel independen yang dibahas. Hasil penelitian menunjukkan bahwa total kepemilikan institusional tidak mempengaruhi struktur modal dengan menggunakan regresi linier berganda pada 487 titik data. Berbeda dengan kepemilikan institusional yang tidak sensitif terhadap tekanan, yang meningkatkan struktur modal, kepemilikan yang sensitif terhadap tekanan memiliki dampak yang berlawanan. Pertumbuhan penjualan dan ukuran bisnis memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal, yang menunjukkan bahwa perusahaan besar membutuhkan lebih banyak dana dan ruang untuk berekspansi. Sebaliknya, profitabilitas memiliki efek negatif, memberikan kepercayaan pada ide pecking order. Di sisi lain, struktur modal tidak terpengaruh oleh tangibility dan likuiditas aset. Hasil ini menjelaskan elemen-elemen yang mempengaruhi kebijakan struktur modal perusahaan, yang merupakan informasi yang berguna bagi para manajer dan investor.

Kata kunci: Struktur Modal, Kepemilikan Institusional, *Asset Tangibility*, Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Penjualan

ABSTRACT

This research looks at manufacturing businesses listed on the Indonesia Stock Exchange from 2018 to 2021 and how their capital structure is determined. Institutional ownership, the tangibility of assets, liquidity, profitability, sales growth, and business size are some of the independent variables discussed. The results demonstrate that total institutional ownership does not impact capital structure using multiple linear regression on 487 data points. In contrast to pressure-insensitive institutional ownership, which improves capital structure, pressure-sensitive ownership has the opposite impact. Sales growth and business size have a positive effect on capital structure, suggesting that large enterprises need more finance and room to expand. In contrast, profitability has a negative effect, lending credence to the pecking order idea. On the other hand, capital structure is unaffected by the tangibility and liquidity of assets. These results shed light on the elements that impact company capital structure policies, which is useful information for managers and investors.

Keywords: Capital Structure, Institutional Ownership, *Asset Tangibility*, Liquidity, Profitability, Sales Growth



©2022 Penulis. Diterbitkan oleh Arka Institute. Ini adalah artikel akses terbuka di bawah lisensi Creative Commons Attribution NonCommercial 4.0 International License.
(<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

PENDAHULUAN

Adanya keterkaitan secara langsung dengan strategi pendanaan yang berdampak pada risiko dan profitabilitas organisasi, menjadikan struktur modal bagian fundamental dari manajemen keuangan perusahaan. Struktur modal perusahaan dapat dipengaruhi oleh berbagai aspek. Aspek-aspek tersebut antara lain ukuran perusahaan, pertumbuhan aset, profitabilitas, likuiditas, *asset tangibility*, profitabilitas, dan kepemilikan institusional (Dewi & Badjra, 2013; Marfuah & Nurlaela, 2017; Surjadi et al., 2016). Hubungan antara kepemilikan institusional dan struktur modal telah menjadi subjek temuan yang bervariasi dalam beberapa penelitian sebelumnya. Menurut Maftukhah (2013), terdapat hubungan antara proporsi hutang dan jumlah kepemilikan institusional. Hal ini menunjukkan bahwa

kepemilikan institusional berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini disebabkan karena investor institusional lebih berbasis data, berpikir jangka panjang, dan menggunakan utang sebagai salah satu bentuk disiplin manajerial. Di sisi lain, Surjadi et al. (2016) menemukan bahwa semakin banyak kepemilikan institusional berarti semakin sedikit utang yang digunakan untuk pendanaan bisnis, yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Terpisah dari kedua percobaan ini, penelitian yang dilakukan oleh Haryanto et al. (2022) menemukan pengaruh yang tidak signifikan.

Kepemilikan institusional mendorong perusahaan untuk meningkatkan penggunaan utang karena mereka memiliki kemampuan yang lebih baik dalam mengawasi manajemen dan mengurangi konflik keagenan (Michael & William, 1976). Namun, studi lain menemukan bahwa kepemilikan institusional justru mengurangi tingkat utang untuk meminimalkan risiko kebangkrutan dan menjaga fleksibilitas keuangan. Perbedaan ini dapat disebabkan oleh perbedaan karakteristik investor institusional dan kebijakan keuangan yang diterapkan oleh masing-masing perusahaan.

Selain kepemilikan institusional, struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh berbagai faktor lainnya. *Asset tangibility* berperan dalam akses perusahaan terhadap pendanaan eksternal, tetapi pengaruhnya masih menjadi perdebatan. Setyawan et al. (2016) menemukan bahwa perusahaan dengan aset berwujud tinggi cenderung mengandalkan pendanaan internal. Perusahaan dengan aset berwujud tinggi lebih memilih pendanaan internal karena risiko informasi asimetris lebih rendah, sehingga mereka tidak perlu bergantung pada utang eksternal. Sedangkan Putra (2019) menunjukkan bahwa perusahaan dengan aset berwujud tinggi lebih mudah memperoleh pinjaman, sehingga meningkatkan utang dalam struktur modalnya.

Perusahaan dengan likuiditas tinggi lebih memilih menggunakan dana internal daripada berutang, karena biaya pendanaan eksternal cenderung lebih tinggi akibat masalah informasi asimetris sesuai dengan penelitian Dewi & Badjra (2013). Sebaliknya, *Trade-off Theory* menyatakan bahwa perusahaan dengan likuiditas tinggi justru memiliki kapasitas yang lebih baik untuk mengambil utang dengan bunga lebih rendah, sehingga mereka dapat mengoptimalkan manfaat *tax shield* dari beban bunga. Berbeda dengan Komariah et al. (2020) menemukan bahwa likuiditas tidak memiliki pengaruh signifikan.

Profitabilitas juga memiliki hubungan yang ambigu dengan struktur modal. Berdasarkan *Pecking Order Theory*, perusahaan yang lebih menguntungkan cenderung menggunakan laba yang dihasilkan untuk membiayai investasi, sehingga kebutuhan akan utang menjadi lebih rendah sesuai dengan hasil penelitian Ryando (2012). Namun, *Trade-off Theory* berargumen sebaliknya, yakni perusahaan yang lebih menguntungkan lebih cenderung menggunakan utang karena memiliki kapasitas lebih besar dalam menanggung beban bunga dan memanfaatkan *tax shield* (Modigliani & Miller, 1963), sejalan dengan hasil penelitian Zulkarnain (2020).

Struktur modal dapat dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan. organisasi dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi lebih rentan untuk mengambil utang untuk mendanai ekspansi mereka, berbeda dengan organisasi yang lebih besar yang dapat lebih mudah mendapatkan pendanaan eksternal dengan risiko yang lebih kecil. Namun hasil penelitian masih berbeda. Andrayani & Sudirman (2014) menemukan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap struktur modal, sedangkan Ekinanda et al. (2021) menemukan bahwa tidak ada satupun dari faktor tersebut yang secara signifikan mempengaruhi struktur modal. Di sisi lain, ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Temuan kontradiktif dari penelitian ini menunjukkan bahwa kondisi perusahaan dan ekonomi mempengaruhi bagaimana variabel keuangan mempengaruhi struktur modal.

Penelitian ini bertujuan untuk menginvestigasi determinan struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2018–2021. Secara khusus, penelitian ini menyoroti peran kepemilikan institusional, termasuk kepemilikan yang bersifat *pressure-sensitive* dan *pressure-resistant* (*pressure-insensitive*), yang masih belum banyak dieksplorasi dalam literatur keuangan. Temuan penelitian ini diharapkan dapat memperkaya kajian akademis mengenai struktur modal serta memberikan wawasan strategis bagi manajer keuangan dalam merumuskan kebijakan pendanaan yang optimal. Dengan demikian, penelitian ini tidak hanya berkontribusi pada pengembangan teori keuangan, tetapi juga menawarkan implikasi praktis bagi dunia bisnis dan investasi.

Struktur Modal

Struktur modal yang optimal mengatur komposisi utang dan modal untuk memaksimalkan kinerja keuangan (Purnamaningsih & Wirawati, 2014). DER mencerminkan proporsi utang terhadap ekuitas, di mana DER tinggi berarti utang lebih besar (Nuswandari, 2013). *Pecking Order Theory* oleh Myers & Majluf (1984) menjelaskan bahwa perusahaan lebih mengutamakan laba ditahan sebagai sumber utama pendanaan. Jika laba ditahan tidak mencukupi, perusahaan akan mencari pendanaan dari utang, kemudian ekuitas, sehingga menjelaskan urutan prioritas dalam struktur modal (Pasaribu, 2017). Dalam teori *trade-off*, tambahan utang tidak diperbolehkan jika pengorbanannya lebih besar, terutama biaya kebangkrutan. Biaya ini dapat memaksa perusahaan melakukan likuidasi atau menjual aset di bawah harga optimal (Bringham & Ehrhardt, 2011). Dalam struktur modal juga ada yang dinamakan dengan *Signalling theory*. Teori sinyal berkaitan dengan asimetri informasi (Connelly et al., 2011).

Agency Theory

Teori keagenan (*agency theory*) dipopulerkan oleh Jensen & Meckling (1976). Teori ini menjelaskan hubungan kontrak kerja antara manajer (*agent*) dan pemegang saham (*principal*), di mana manajer diberi wewenang untuk mengelola perusahaan demi kepentingan *principal*. (Imanta & Satwiko, 2011). Pada intinya, teori keagenan merupakan teori yang membahas terkait kontrak antara *principle* (pemilik) dengan *agent* (pengelola) pada sebuah perusahaan. Fungsi kepemilikan dan pengelolaan yang terpisah ini yang kemudian menjadi akar masalah dalam memicu konflik kepentingan (*agency conflict*). Menurut Imanta & Satwiko (2011), teori keagenan mengasumsikan individu bertindak sesuai kepentingannya, di mana pemegang saham fokus pada pengembalian maksimal, sementara manajer termotivasi oleh insentif dan kompensasi.

Pemegang saham menilai manajer berdasarkan laba, sementara manajer dapat memanipulasi laporan keuangan karena asimetri informasi untuk memenuhi ekspektasi dan mendapatkan insentif. (Suryani, 2017). Mekanisme untuk mengurangi masalah keagenan diantaranya dengan kepemilikan institusional (Soliman, 2014; Tarjo, 2008; Widiastuti et al., 2013). Kepemilikan institusional adalah saham yang dimiliki oleh lembaga seperti bank dan perusahaan investasi. Investor institusi dapat mengontrol kebijakan manajemen untuk mengurangi masalah keagenan. Kepemilikan institusional berperan sebagai pengawas eksternal yang mengawasi kinerja manajemen, sejalan dengan peran utang sebagai pengawas internal. Sebagai *principal*, pemilik institusional meminimalisir *agency problems* dengan mengawasi langkah manajemen agar selaras dengan tujuan perusahaan. Pengawasan ini penting untuk mencegah tindakan sewenang-wenang yang dapat merugikan perusahaan.

Kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive* dan *pressure-resistant* (*pressure-insensitive*) adalah dua kategori yang digunakan Pound (1988) untuk membagi kepemilikan institusional. Lebih lanjut, menurut penelitian, sebuah institusi yang memiliki hubungan bisnis dan investasi dengan perusahaan dikatakan memiliki kepemilikan institusional yang *pressure-sensitive*. Institusi yang *pressure-sensitive* akan melakukan pengawasan yang optimal guna mempertahankan hubungan bisnis jangka panjang dengan perusahaan. Institusi yang *pressure-sensitive* meliputi perusahaan asuransi, bank, institusi non-bank, selanjutnya Prabowo (2022) menambahkan institusi kepemilikan silang (*cross-holding*) ke dalam institusi yang *pressure-sensitive*. Kepemilikan institusional *Pressure-insensitive* merupakan institusi yang hanya memiliki hubungan investasi dengan perusahaan.

Hipotesis

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Struktur Modal

Hutang sebagai sumber pendanaan menawarkan fleksibilitas finansial, tetapi juga membawa risiko likuidasi jika perusahaan gagal memenuhi kewajibannya. Dalam konteks ini, investor institusional memainkan peran penting dalam mengawasi kebijakan keuangan perusahaan. Melalui mekanisme monitoring yang ketat, investor institusional cenderung menekan penggunaan utang dan mendorong perusahaan untuk mengutamakan pendanaan internal guna meminimalkan risiko keuangan, sesuai dengan prinsip *Pecking Order Theory*.

Kepemilikan institusional yang kuat dapat mengarahkan manajemen untuk lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan pendanaan, mengurangi ketergantungan pada utang eksternal, dan lebih mengandalkan laba ditahan atau ekuitas sebagai sumber utama pembiayaan. Hal ini sejalan dengan temuan Surjadi et al. (2016), Subardjo (2011) dan Nuraini et al. (2016) yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Dengan demikian, keberadaan

investor institusional tidak hanya berfungsi sebagai pemilik saham, tetapi juga sebagai mekanisme kontrol yang berkontribusi terhadap stabilitas keuangan perusahaan.

H1: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Pengaruh Asset Tangibility terhadap Struktur Modal

Asset Tangibility mengacu pada aset tetap perusahaan, seperti tanah dan bangunan, yang dapat dijadikan jaminan untuk mengamankan pinjaman. Perusahaan yang memiliki agunan umumnya menghadapi lebih sedikit kesulitan dalam mengamankan utang dibandingkan dengan perusahaan yang tidak memiliki agunan (Putra, 2019). *Asset tangibility* diukur dengan rasio aset tetap terhadap total aset perusahaan. Penambahan aset tetap meningkatkan agunan perusahaan, memperlancar akses ke pinjaman, dan meningkatkan kepercayaan kreditur. Peningkatan aset jaminan meningkatkan dampak positif dari *asset tangibility* terhadap struktur modal. Putra (2019) menemukan bahwa peningkatan *asset tangibility* berkorelasi dengan peningkatan peluang bagi perusahaan untuk mendapatkan pinjaman. Oleh karena itu, hipotesis dari penelitian ini adalah

H2: *Asset tangibility* berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal

Likuiditas perusahaan menunjukkan seberapa baik perusahaan dapat membayar tagihannya ketika jatuh tempo (Kasmir, 2016). Menurut *pecking order theory*, yang dijelaskan oleh Deviani & Sudjarni (2018), perusahaan yang memiliki banyak uang tunai di tangan lebih suka menggunakan sumber daya mereka sendiri daripada mengambil pinjaman. Perusahaan yang memiliki banyak kas di tangan lebih cenderung menggunakan aset lancar untuk mendanai operasi, yang berdampak negatif pada struktur modal mereka. Perusahaan yang likuid lebih suka menghemat biaya modal dengan membiayai secara internal, sesuai dengan *pecking order theory*. Deviani & Sudjarni (2018) dan Darmawan et al. (2021) antara lain, mendukung temuan ini. Oleh karena itu, hipotesis penelitian ini adalah:

H3: Likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

Profitabilitas memiliki pengaruh negatif pada struktur modal. Perusahaan dengan profitabilitas yang kuat dapat lebih mudah memenuhi tanggung jawab operasinya dalam bentuk tunai, yang menghasilkan rasio utang yang lebih rendah, konsisten dengan teori *pecking order*, yang menyatakan bahwa prioritas pendanaan berasal dari sumber internal. Ketika perusahaan memiliki pendapatan yang besar, perusahaan akan mengalokasikan sumber dayanya untuk memenuhi kewajibannya. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Oktaviana & Taqwa (2021) yang mengindikasikan bahwa profitabilitas yang lebih tinggi pada perusahaan berkorelasi dengan peningkatan kecenderungan untuk menggunakan laba untuk memenuhi komitmen, sehingga mengurangi utang perusahaan. Maka dari itu, hipotesis penelitian ini adalah:

H4: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Pengaruh Pertumbuhan Penjualan terhadap Struktur Modal

Penjualan merupakan salah satu faktor penunjang keberhasilan sebuah perusahaan. Perusahaan akan senantiasa meningkatkan penjualannya karena berkorelasi langsung dengan keuntungan perusahaan (Priambodo et al., 2014). Semakin tinggi tingkat penjualannya, semakin tinggi keuntungan yang diharapkan oleh perusahaan tersebut. Pertumbuhan penjualan yang tinggi, mendorong penggunaan utang untuk meningkatkan kapasitas produksi, seperti pembelian mesin baru yang memerlukan dana besar. Volume produksi meningkat seiring dengan pertumbuhan penjualan. Keuntungan yang bertambah dapat digunakan untuk menutup utang. Dengan demikian, pertumbuhan penjualan berperan penting dalam keputusan pendanaan perusahaan (Hanafi, 2004). Penelitian Andrayani & Sudirman (2014) mengindikasikan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap struktur modal, karena pertumbuhan penjualan memotivasi perusahaan untuk meningkatkan struktur modal untuk menambah aset dan meningkatkan penjualan. Oleh karena itu, hipotesis dari penelitian ini adalah:

H5: Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal

Semakin besar perusahaan maka kesempatan yang dimiliki oleh perusahaan tersebut untuk mendapatkan pinjaman modal semakin tinggi. Ukuran perusahaan yang besar, potensi perusahaan untuk mendapat pinjaman modal lebih besar karena pihak investor lebih percaya dibanding perusahaan yang ukurannya kecil serta mereka memiliki hak klaim atas asset perusahaan (Andika & Sedana, 2019). Perusahaan besar lebih mungkin menarik investor, dan dengan demikian cenderung memiliki tingkat utang yang lebih tinggi. Perusahaan yang lebih besar memiliki kemungkinan yang lebih besar untuk menarik investasi, sehingga dapat meningkatkan struktur modalnya. Oleh karena itu, hipotesis dari penelitian ini adalah:

H6: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini berfokus pada bisnis manufaktur yang terdaftar di BEI antara tahun 2018 dan 2021. Bisnis di Industri Dasar & Kimia, Diversifikasi, dan Barang Konsumsi termasuk dalam pembahasan manufaktur ini. Untuk penelitian ini, kami berkonsultasi dengan laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI untuk periode waktu yang dimaksud, yang menyediakan data sekunder kuantitatif. Data penelitian ini berasal dari laporan keuangan yang dikeluarkan oleh masing-masing perusahaan dan dokumen-dokumen lain yang diambil dari situs web resmi BEI.

Purposive sampling, sebuah strategi untuk memilih sampel sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan, digunakan dalam penelitian ini (Sugiyono, 2018). Untuk penelitian ini, kami mencari perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai berikut: pelaporan keuangan lengkap, kepemilikan institusional, catatan laba, dan tidak adanya ekuitas negatif selama periode penelitian.

Definisi Operasional Variabel

Penelitian ini menggunakan dua jenis variabel, yaitu variabel independen (X) dan variabel dependen (Y).

Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal. Struktur modal ditentukan dengan menggunakan rumus sebagai berikut, seperti yang dikemukakan oleh Fahmi (2017):

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Modal Sendiri}} \quad (1)$$

Variabel Independen (X)

Ukuran perusahaan, profitabilitas, asset tangibility, likuiditas, dan kepemilikan institusional merupakan faktor independen dalam penelitian ini.

Kepemilikan Institusional (KI)

Kepemilikan institusional adalah proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi. KI bertindak sebagai pengawas eksternal perusahaan untuk mengoptimalkan kinerja dari perusahaan yang dikelola oleh para manajer. Perhitungan kepemilikan institusional menurut Ujiyantho & Pramuka (2007) dijabarkan sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{total lembar saham}} \quad (2)$$

Kepemilikan Institusional *pressure-sensitive* (KI_SEN)

Seperti yang dikemukakan oleh Pound (1988), kepemilikan institusional dibagi menjadi *pressure-sensitive* dan *pressure-resistant* (*pressure-insensitive*). Kepemilikan institusional yang sensitif terhadap tekanan mengacu pada institusi keuangan, termasuk bank, perusahaan asuransi, dan entitas keuangan non-bank lainnya, serta kepemilikan silang (Prabowo, 2022). Rasio kepemilikan institusional yang sensitif terhadap tekanan ditentukan oleh rasio saham yang dimiliki oleh institusi yang sensitif terhadap tekanan terhadap total saham yang beredar di perusahaan (Prabowo, 2022).

$$\text{KI pressure sensitive} = \frac{\text{jumlah saham yang dimiliki institusi pressure-sensitive}}{\text{total lembar saham}} \quad (3)$$

Kepemilikan Institusional *pressure-insensitive* (KI_INSEN)

Kepemilikan institusional yang tidak sensitif terhadap tekanan mencakup dana pensiun, dana abadi, dana investasi negara, reksa dana, dana investasi, dan yayasan. Institusi yang tidak sensitif terhadap tekanan diukur dengan rasio kepemilikan institusi yang tidak sensitif terhadap tekanan terhadap jumlah saham yang beredar (Prabowo, 2022).

$$KI \text{ pressure insensitive} = \frac{\text{jumlah saham yang dimiliki institusi pressure-insensitive}}{\text{total lembar saham}} \quad (4)$$

Asset Tangibility

Asset tangibility mengacu pada aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan (Kasmir, 2016).

$$\text{Asset Tangibility} = \frac{\text{Aset Tetap}}{\text{Total Aset}} \quad (5)$$

Likuiditas

Rasio likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban jangka pendek pada saat ditagih (Widhiari & Merkusiwati, 2015).

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Aktiva Lancar-Persediaan}}{\text{Kewajiban Lancar}} \quad (6)$$

Profitabilitas

Rasio profitabilitas menilai kapasitas perusahaan untuk menghasilkan laba (Hidayat & Meiranto, 2014; Muliantari & Latrini, 2017).

$$\text{Return on Asset} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aktiva}} \quad (7)$$

Pertumbuhan Penjualan

Pertumbuhan penjualan berdasarkan pertumbuhan penjualan Rahayu & Sopian (2017).

$$\text{Sales Growth} = \frac{\text{Sales (t)} - \text{Sales (t-1)}}{\text{Sales (t-1)}} \quad (8)$$

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dapat ditentukan oleh total asetnya (Rudangga & Sudiarta, 2016; Sujoko & Soebiantoro, 2007).

$$\text{Size} = \text{Ln of Total Asset} \quad (9)$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Gambaran Umum obyek penelitian

Objek dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2018 – 2021 sejumlah 178 perusahaan. Data yang digunakan merupakan data sekunder yaitu laporan keuangan tahunan yang diterbitkan pada situs www.idx.co.id. Pengambilan sampel dilakukan menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria menerbitkan laporan keuangan, memiliki kepemilikan institusional, tidak mengalami kerugian, dan tidak mengalami defisiensi modal. Berikut prosedur dari *purposive sampling* dalam pengambilan sampel, yaitu:

Tabel 1. Prosedur Pemilihan Sampel Penelitian

Keterangan	Tahun				Total
	2018	2019	2020	2021	
Perusahaan manufaktur yang tersedia laporan keuangannya	168	175	173	170	712
Tidak memiliki kepemilikan institusional	(13)	(8)	(5)	(3)	(29)
Mengalami kerugian	(20)	(37)	(64)	(43)	(164)
Mengalami defisiensi modal	(2)	(1)	(1)	(2)	(6)
Data yang menjadi sampel	133	129	103	122	487

Berdasarkan prosedur pemilihan sampel menggunakan *purposive sampling*, terdapat sejumlah 158 perusahaan manufaktur dengan total data sebanyak 133 di tahun 2018, 129 di tahun 2019, 103 di tahun 2020 dan 122 di tahun 2021. Jumlah data secara keseluruhan adalah 487 sampel penelitian.

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 2. Hasil Analisis Deskriptif

Variabel	Jmh	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Standar Deviasi
DER	487	0.002	19.296	1.069	1.288
KI	487	0.015	1.00	0.691	1.288
KI_SEN	487	0	1.00	0.506	0.334
KI_INSEN	487	0	0.945	0.185	0.281
TANG	487	0.0006	0.972	0.382	0.196
LIK	487	0.032	312.788	3.272	21.156
ROA	487	0.0002	0.920	0.071	0.086
GROWTH	487	-0.998	3.477	0.114	0.335
SIZE	487	25.414	33.537	28.746	1.606

Berdasarkan hasil analisis, variabel Debt to Equity Ratio (DER) menunjukkan adanya variasi yang cukup lebar, dengan nilai terkecil 0.002 dan tertinggi 19.296. Rerata DER berada di angka 1.069, sedangkan penyebaran datanya 1.288, yang mengindikasikan bahwa tingkat penggunaan utang oleh perusahaan dalam sampel cukup beragam.

Pada variabel kepemilikan institusional (KI), proporsi terkecil yang dimiliki oleh investor institusional adalah 1.5%, sedangkan proporsi tertinggi mencapai 100%. Nilai tengah yang diperoleh sebesar 0.691, sementara penyebaran nilainya cukup tinggi, yaitu 1.288, yang menunjukkan adanya perbedaan yang signifikan dalam pola kepemilikan di antara perusahaan. Jika dikategorikan lebih lanjut, kepemilikan *pressure-sensitive* (KI_SEN) memiliki sebaran yang lebih merata dengan nilai tengah 0.506 dan penyebaran 0.334, sedangkan kepemilikan *pressure-insensitive* (KI_INSEN) cenderung lebih kecil, dengan nilai tengah 0.185 dan penyebaran 0.281.

Variabel aset berwujud (TANG), perusahaan dalam sampel memiliki proporsi aset tetap yang berkisar antara 0.0006 hingga 0.972. Nilai tengahnya berada di 0.382, dengan penyebaran sebesar 0.196, yang menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan memiliki komposisi aset tetap yang tidak jauh berbeda.

Di sisi lain, likuiditas (LIK) menunjukkan variasi yang sangat besar, mulai dari 0.032 hingga 312.788. Nilai tengahnya sebesar 3.272, namun tingkat penyebarannya yang mencapai 21.156 menandakan bahwa terdapat beberapa perusahaan dengan kondisi kas dan aset likuid yang jauh lebih tinggi dibandingkan yang lain. Penyebaran yang besar ini menunjukkan adanya perbedaan yang mencolok dalam kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Untuk variabel profitabilitas (ROA), nilai terkecil yang tercatat adalah 0.0002, sementara nilai tertinggi mencapai 0.920. Nilai tengahnya sebesar 0.071, dengan variasi sebesar 0.086. Hal ini mengindikasikan bahwa mayoritas perusahaan memiliki tingkat keuntungan yang relatif kecil, meskipun ada beberapa yang menunjukkan performa keuangan yang jauh lebih kuat.

Sementara itu, pertumbuhan penjualan (GROWTH) juga menunjukkan adanya ketimpangan, dengan rentang antara -0.998 hingga 3.477. Nilai tengahnya sebesar 0.114, sedangkan penyebarannya sebesar 0.335. Adanya angka negatif menunjukkan bahwa sebagian perusahaan mengalami penurunan pendapatan, sementara perusahaan lain mencatatkan ekspansi yang signifikan. Terakhir, dalam aspek ukuran perusahaan (SIZE), nilai terkecil yang ditemukan adalah 25.414, sedangkan nilai tertingginya mencapai 33.537. Rerata dari ukuran ini sebesar 28.746, dengan tingkat variasi 1.606, yang mencerminkan adanya perbedaan skala bisnis di antara perusahaan dalam sampel, meskipun secara umum masih berada dalam kelompok perusahaan berskala besar.

Analisis Regresi Data Panel

Penelitian ini mengkategorikan variabel kepemilikan institusional ke dalam kepemilikan institusional total, kepemilikan institusional *preassure sensitive*, dan kepemilikan institusional *preassure insensitive* (Pound, 1988), yang memungkinkan analisis regresi data panel yang terpisah untuk menilai dampaknya terhadap struktur modal. Tiga model tersedia untuk mengevaluasi dampak dari setiap jenis kepemilikan institusional. Untuk menentukan teknik yang paling efisien di antara tiga

model persamaan-*Common Effect Model (CEM)*, *Fixed Effect Model (FEM)*, dan *Random Effect Model (REM)*-harus dilakukan uji Chow dan uji Hausman (Basuki & Prawoto, 2016), sebagai berikut:

Uji Chow

Uji Chow dilakukan untuk menentukan model yang lebih unggul antara metodologi CEM dan FEM dalam mengestimasi data panel. Nilai selanjutnya berkaitan dengan *cross section F*.

Tabel 3. Cross section F untuk Uji Chow

Model	Statistik	d.F	Probabilitas
1	22.28	(157,32)	0.0000
2	22.87	(157,32)	0.0000
3	23.20	(157,32)	0.0000

Nilai Probabilitas dari uji chow untuk persamaan 1, 2 dan 3 adalah $0.0000 < \text{nilai } \alpha 0.05$. Nilai probabilitas yang lebih kecil dari *alpha* menunjukkan bahwa model yang paling tepat digunakan adalah *Fixed Effect Model (FEM)*.

Uji Hausman

Uji Hausman digunakan untuk menentukan metode yang paling sesuai antara *Random Effect Model (REM)* dan *Fixed Effect Model (FEM)* untuk mengestimasi data panel.

Tabel 4. Cross- section random Uji Hausman

Model	Statistik	d.F	Probabilitas
1	6.77	6	0.3429
2	8.51	6	0.2032
3	10.95	6	0.0898

Uji Hausman dengan total kepemilikan institusional memiliki nilai probabilitas sebesar 0.3429 > 0.05 untuk nilai *alpha*. *Random Effect Model (REM)* merupakan model yang paling cocok ketika nilai probabilitas lebih tinggi dari *alpha*.

Temuan dari regresi data panel mengindikasikan bahwa *Random Effect Model (REM)* merupakan model yang paling sesuai untuk penelitian ini. Hanya penyelesaian persamaan dengan menggunakan metode *Ordinary Least Squares (OLS)* yang diharuskan untuk menjalani uji asumsi klasik, menurut Gujarati & Porter (2013). *Common Effect Model (CEM)* dan *Fixed Effect Model (FEM)* adalah dua contoh persamaan yang menggunakan metode kuadrat terkecil biasa (*OLS*). Uji asumsi kuno tidak diperlukan untuk Model Efek Acak berbasis GLS.

Uji t dan uji F

Berdasarkan Tabel 5, kepemilikan institusional total tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, namun, ketika kepemilikan institusional dibagi menjadi *KI pressure-sensitive* dan *KI pressure-insensitive*, *KI pressure-sensitive* berpengaruh negatif signifikan sedangkan *KI pressure-insensitive* berpengaruh positif terhadap struktur modal. ROA berpengaruh negatif terhadap struktur modal, sedangkan pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan berpengaruh positif.

Tabel 5. Uji t dan uji F untuk kepemilikan Institusional

Variabel	Model 1	Model 2	Model 3
C	-1.8406	-1.4076	-1.8306
	-1.1916	-0.9209	-1.2096
KI	-0.0193		
	-0.0618		
KI_SEN		-0.4846**	
		-0.4325	
KI_INSEN			0.6404***
			2.7936
TANG	-0.0403	-0.0288	-0.0409
	-0.1495	-0.1079	-0.1541

Variabel	Model 1	Model 2	Model 3
LIK	-0.0007	-0.0008	-0.0007
	-0.5095	-0.5989	-0.5042
ROA	-0.8268**	-0.9551**	-1.0289**
	-1.9877	2.3036	-2.4785
GROWTH	0.3399***	0.3390***	0.3335***
	0.2366	4.2731	4.2291
SIZE	0.1079**	0.1010**	0.1036**
	0.0412	1.9148	1.9687
F	3.5797***	4.4083***	4.6762***
Adjusted R ²	0.0308	0.0404	0.0434

***signifikan pada taraf 1%

** signifikan pada taraf 5%

Pembahasan

Kepemilikan Institusional dan struktur modal

Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Prinsip kepemilikan institusional yang mempengaruhi manajemen untuk mengurangi risiko perusahaan dengan menurunkan rasio utang tidak terbukti, karena hasil pengujian secara parsial menunjukkan tidak adanya pengaruh kepemilikan institusional terhadap struktur modal. Temuan ini bertentangan dengan penelitian Surjadi et al. (2016), Subardjo (2011) dan Nuraini et al. (2016) yang menunjukkan adanya pengaruh negatif kepemilikan institusional terhadap struktur modal.

Kepemilikan institusional sebagai pengawas eksternal memiliki fungsi mengawasi dan mengontrol manajemen untuk mengoptimalkan roda organisasi yang dijalankan dalam perusahaan. Bhattacharya & Graham (2009) menjelaskan bahwa adanya sifat yang berbeda dari karakteristik Kepemilikan Institusional berdasarkan klasifikasinya, mengikuti penelitian yang dilakukan oleh Pound (1988). Pound (1988) mengkategorikan Kepemilikan Institusional ke dalam tipe *preassure-sensitive* dan *preassure-resistant* (*preassure-insensitive*). Karakteristik yang berbeda dari kedua bentuk Kepemilikan Institusional ini mempengaruhi preferensi atau kepentingan institusi yang memiliki saham di suatu perusahaan. Kepemilikan institusional, sebagai entitas kolektif, tidak memberikan pengaruh terhadap struktur modal karena adanya perbedaan preferensi antar institusi yang memiliki saham di suatu perusahaan, sehingga variabel kepemilikan institusional tidak dapat menjadi pendorong kebijakan struktur modal perusahaan. Temuan penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Haryanto et al, (2022) dan Nanda & Retnani (2017).

Kepemilikan Institusional-*Pressure-sensitive* berpengaruh negatif signifikan terhadap Struktur Modal. Hubungan bisnis dan investasi yang dimiliki oleh pemilik saham dengan perusahaan terkait tidak akan berjalan secara optimal apabila perusahaan mengambil kebijakan hutang yang tinggi sehingga membawa risiko besar kepada perusahaan. Kepemilikan institusional *Pressure-sensitive* memiliki peran kontrol dalam kebijakan utang yang diambil dan mendorong perusahaan untuk tidak terlalu memperbesar kebijakan utang yang akan meningkatkan risiko supaya perusahaan dapat berjalan secara optimal dan menjaga keberlanjutan bisnis. Ketika perusahaan berjalan dengan optimal dan prospek bisnisnya baik untuk jangka panjang, maka hubungan yang dijalin antara kepemilikan institusional *Pressure-sensitive* dengan perusahaan terkait akan terjaga dalam jangka waktu yang panjang.

Kepemilikan institusional *Pressure-sensitive* merupakan sebuah institusi yang memiliki hubungan bisnis dan investasi pada sebuah perusahaan. Dengan adanya hubungan bisnis dan investasi dengan perusahaan, institusi yang *pressure-sensitive* akan melakukan fungsi *monitoring* sesuai dengan teori keagenan untuk mengoptimalkan kinerja perusahaan. Fungsi pengawasan kepemilikan institusional *Pressure-sensitive* akan mengurangi kebutuhan pengawasan dari luar (kreditor) atau bersifat substitusi. Ketika kepemilikan institusional *Pressure-sensitive* tinggi maka hutangnya rendah.

Berbeda dengan pengaruh kepemilikan institusional *pressure-insensitive* terhadap struktur modal yang berpengaruh positif. Kepemilikan institusional jenis ini umumnya hanya memiliki hubungan investasi dengan perusahaan tanpa keterlibatan dalam pengambilan keputusan atau pengawasan manajerial. Ketiadaan kontrol dan pengawasan yang efektif dapat menyebabkan perlunya mekanisme pengawasan alternatif untuk memastikan efisiensi operasional. Dalam konteks teori keagenan, utang dapat berfungsi sebagai mekanisme substitusi pengawasan, di mana kreditor berperan

dalam memonitor kinerja perusahaan. Perusahaan dengan tingkat kepemilikan institusional *pressure-insensitive* yang tinggi cenderung meningkatkan proporsi utangnya hingga titik tertentu untuk memperoleh manfaat dari insentif pajak atas bunga utang serta untuk memastikan pengawasan eksternal yang lebih efektif dari kreditur.

Berbeda dengan kepemilikan institusional *pressure-sensitive*, yang memiliki hubungan investasi sekaligus hubungan bisnis dengan perusahaan, kepemilikan institusional *pressure-insensitive* hanya terlibat sebagai investor tanpa adanya hubungan bisnis langsung. Keterbatasan fungsi kontrol dan pengawasan ini memperkuat peran kreditur sebagai pihak yang menyediakan mekanisme monitoring tambahan. Dengan demikian, peningkatan kepemilikan institusional *pressure-insensitive* dalam struktur kepemilikan saham perusahaan cenderung diikuti oleh peningkatan proporsi utang dalam struktur pendanaan perusahaan.

Asset Tangibility dan Struktur Modal.

Variabel *Asset Tangibility* tidak berpengaruh terhadap struktur modal, berbeda dengan temuan Putra (2019). Dalam perusahaan manufaktur, aset tetap sebagai jaminan tidak cukup untuk memperoleh pinjaman. Kreditur juga mempertimbangkan analisis kredit, prospek perusahaan, serta laporan keuangan. Mereka menilai kemampuan debitur membayar utang berdasarkan modal, kondisi ekonomi, dan arus kas. Jika prospek perusahaan buruk, kreditur enggan memberikan pinjaman. Oleh karena itu, *Asset Tangibility* bukan faktor utama dalam kebijakan struktur modal. Hasil penelitian ini sesuai dengan yang dilakukan oleh Yenny et al. (2015) menunjukkan hasil bahwa variabel *Asset Tangibility* tidak berpengaruh terhadap Struktur Modal.

Likuiditas dan Struktur Modal.

Variabel Likuiditas tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Deviani & Sudjarni (2018) dan Darmawan et al. (2021), yang menghasilkan bahwa variabel Likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap Struktur Modal. *Quick Ratio* mengukur perbandingan aset lancar tanpa persediaan dengan kewajiban jangka pendek, mencerminkan kemampuan perusahaan membayar utang jangka pendek. Rasio likuiditas tinggi tidak selalu mencerminkan pendanaan internal yang kuat dan tidak selalu baik bagi perusahaan. Meskipun minim risiko, rasio tinggi bisa menunjukkan operasional yang kurang optimal. Manajemen aset yang baik harus menyeimbangkan penggunaan aset untuk menghasilkan laba dan membayar utang jangka pendek. Hasil penelitian ini sesuai dengan Zulkarnain (2020) menghasilkan likuiditas yang diukur dengan *Quick Ratio* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap struktur modal.

Profitabilitas dan Struktur Modal.

Profitabilitas menilai kapasitas perusahaan untuk menghasilkan laba, sedangkan ROA mengukur efisiensi aset dalam menghasilkan laba. Profitabilitas yang tinggi mengindikasikan kinerja yang kuat dan ketersediaan sumber daya untuk pembiayaan internal. Menurut Pecking Order Theory, perusahaan harus mencari pendanaan dari dalam sebelum mencari dari luar. Peningkatan profitabilitas dikaitkan dengan penurunan rasio utang karena perusahaan dapat menurunkan rasio utangnya ketika sangat menguntungkan. Terdapat korelasi negatif antara profitabilitas dan struktur modal. Konsisten dengan penelitian lain Oktaviana & Taqwa (2021), yang menemukan bahwa profitabilitas secara signifikan menurunkan struktur modal.

Pertumbuhan Penjualan dan Struktur Modal.

Pertumbuhan penjualan mencerminkan peningkatan penjualan perusahaan dari tahun ke tahun. Perusahaan manufaktur mengoptimalkan sumber daya, menambah alat produksi, dan memperluas kapasitas untuk meningkatkan penjualan. Kebutuhan dana besar mendorong peningkatan rasio utang guna mengimbangi volume produksi, sehingga keuntungan yang dihasilkan dapat menutupi utang. Struktur modal dipengaruhi secara positif dan signifikan oleh pertumbuhan penjualan. Konsisten dengan penelitian sebelumnya, analisis ini menemukan bahwa Pertumbuhan Penjualan berpengaruh positif terhadap Struktur Modal Andrayani & Sudirman (2014) Sumber keuangan internal yang memadai memungkinkan perusahaan untuk menjalankan aktivitasnya tanpa menggunakan hutang, yang terlihat dari pertumbuhan penjualan yang tinggi.

Ukuran Perusahaan dan Struktur Modal.

Variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Seftianne & Handayani (2011) juga selaras dengan penelitian ini. Ukuran perusahaan memiliki fungsi untuk melihat seberapa besar suatu perusahaan dilihat dari total aset yang dimiliki. Semakin besar ukuran suatu perusahaan maka kesempatan perusahaan untuk meningkatkan rasio utang semakin tinggi karena pihak kreditur akan lebih tertarik dengan prospek dari perusahaan besar dalam menjalankan perusahaannya. Kepercayaan yang tinggi dari pihak kreditur kepada perusahaan dengan ukuran yang besar akan menghadirkan perusahaan pada posisi yang menguntungkan untuk mendapatkan sumber pendanaan eksternal. Pihak kreditur atau investor tidak ingin memberikan modal kepada perusahaan yang tidak memiliki prospek jangka, mereka akan memiliki kepercayaan lebih apabila berinvestasi kepada perusahaan dengan ukuran yang besar.

KESIMPULAN

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji elemen-elemen yang akan berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI antara tahun 2018 dan 2021. Penelitian ini menemukan bahwa struktur modal tidak dipengaruhi oleh kepemilikan institusional secara khusus. Namun, pengklasifikasian kepemilikan institusional menunjukkan bahwa kepemilikan yang sensitif terhadap tekanan berdampak negatif terhadap struktur modal, sedangkan kepemilikan yang tidak sensitif terhadap tekanan berdampak positif terhadap struktur modal. Perusahaan lebih suka menggunakan dana internal, sesuai dengan teori *pecking order*, dan hal ini didukung oleh fakta bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif, sedangkan variabel *asset tangibility* dan likuiditas tidak. Kebutuhan untuk berekspansi dan daya tarik perusahaan terhadap kreditur merupakan efek positif dari pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal.

Penelitian ini memiliki keterbatasan pada cakupan sektor yang hanya mencakup manufaktur dan periode pengamatan yang terbatas, serta klasifikasi kepemilikan institusional yang mengacu pada model Pound (1988). Oleh karena itu, studi selanjutnya disarankan untuk memperluas objek ke sektor lain, memperpanjang rentang waktu penelitian, serta mempertimbangkan variabel tambahan dan klasifikasi kepemilikan institusional yang lebih beragam untuk memperoleh hasil yang lebih komprehensif.

DAFTAR PUSTAKA

- Andika, I. K. R., & Sedana, I. B. P. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 8(9), 5803. <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2019.v08.i09.p22>
- Andrayani, N. P. D., & Sudirman, I. M. S. N. (2014). Pengaruh Pertumbuhan Penjualan, Ukuran Perusahaan dan Tangibility Assets Terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 3(5), 1197–1210.
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2016). *Analisis regresi dalam penelitian ekonomi dan bisnis*. Rajawali Pers.
- Bhattacharya, P. S., & Graham, M. A. (2009). On institutional ownership and firm performance: A disaggregated view. *Journal of Multinational Financial Management*, 19(5), 370–394. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2009.07.004>
- Brigham, E. ., & Ehrhardt, M. . (2011). *Financial Management : Theory And Practice*. South-Western Cengage Learning.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Darmawan, A., Noor Sandra, R., Bagis, F., & Vina Rahmawati, D. (2021). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal. *AKUISISI | Jurnal Akuntansi ONLINE*, 17(02), 93–106.
- Deviani, M. Y., & Sudjarni, L. K. (2018). *Pengaruh Tingkat Pertumbuhan, Struktur Aktiva, Profitabilitas, dan Likuiditas Terhadap Struktur Modal Perusahaan Pertambangan di BEI*. 7(3),

1222–1254.

- Dewi, N. K. S. M., & Badjra, I. B. (2013). *Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas, Tangibility Assets, Ukuran Perusahaan dan Pajak Terhadap Struktur Modal*.
- Ekinanda, F., Wijayanti, A., & Siddi, P. (2021). Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, Struktur Aktiva dan Pajak Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Akuntansi & KeUANGAN*, 12, 45–62.
- Fahmi, I. (2017). *Analisis Laporan Keuangan*. Alfabeta.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2013). *Dasar-Dasar Ekonometrika (Mangunsong R.C : Penerjemah)*. Salemba Empat.
- Hanafi. (2004). *Manajemen Keuangan*. BPFE UGM.
- Haryanto, D. H., Anggraini, M., & Ardi, P. R. R. (2022). Pengaruh Dewan Komisaris Independen Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal. *Applied Research in Management and Business*, 2(2), 44–54. <https://doi.org/10.53416/arimbi.v2i2.75>
- Hidayat, M. A., & Meiranto, W. (2014). Prediksi Financial Distress Perusahaan Manufaktur Di Indonesia. *Diponegoro Journal of Accounting*, 3(3), 538–548.
- Imanta, D., & Satwiko, R. (2011). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kepemilikan Managerial. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 13(1), 67–80. <https://doi.org/10.34208/jba.v13i1.218>
- Kasmir. (2016). *Analisis Laporan Keuangan*. PT Raja Grafindo Persada.
- Komariah, N., Tinggi, S., Ekonomi, I., Bima, J., & Nurulrahmatiah, N. (2020). Pengaruh Struktur Aktiva dan Likuiditas Terhadap Struktur Modal. *BALANCE : Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, 5(2), 112–122.
- Maftukhah, I. (2013). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dan Kinerja Keuangan Sebagai Penentu Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 4(1), 69–81.
- Marfuah, S. A., & Nurlaela, S. (2017). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Asset, Profitabilitas Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Perusahaan Cosmetics And Household Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi Dan Pajak*, 18.
- Michael, C. J., & William, H. M. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Muliantari, N. P. I. A., & Latrini, M. Y. (2017). Ukuran Perusahaan Sebagai Pemoderasi Pengaruh Profitabilitas Dan Financial Distress Terhadap Audit Delay Pada Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi*, 20(3), 1875–1903.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nanda, D. W., & Retnani, E. D. (2017). Pengaruh Profitabilitas, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional Dan Resiko Bisnis Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 6(3).
- Nuraini, Makhdalena, & Trisnawati, F. (2016). Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2009-2014. *Jurnal Online Mahasiswa*, 3(2), 1–12.
- Nuswandari, C. (2013). Determinan Struktur Modal dalam Perspektif Pecking Order Theory dan Agency Theory. *Jurnal ISSN*.
- Oktaviana, A., & Taqwa, S. (2021). Pengaruh Profitabilitas, Busines Risk, Growth of Assets, Operating Leverage terhadap Struktur Modal. *Jurnal Eksplorasi Akuntansi*, 3(2), 470–485.

<https://doi.org/10.24036/jea.v3i2.375>

- Pasaribu, D. (2017). Pengujian Teori Pecking Model dan Trade Off Dalam Analisis Struktur Modal Pada Perusahaan Farmasi Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Journal of Chemical Information and Modeling*, 110(9), 1689–1699.
- Pound, J. (1988). Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight. *Journal of Financial Economics*, 20, 237–265.
- Prabowo, A. (2022). Apakah Manajemen Laba dan Tipe Struktur Kepemilikan Institusional dapat Meningkatkan Nilai Perusahaan? *Jurnal Akuntansi Keuangan Dan Bisnis*, 15(1), 371–380. <https://doi.org/10.35143/jakb.v15i1.4753>
- Priambodo, T. J., Topowijono, & Azizah, D. F. (2014). Pengaruh Struktur Aktiva, Tingkat Pertumbuhan Penjualan Dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Administrasi Bisnis Universitas Brawijaya*, 9(1), 1–9.
- Purnamaningsih, D., & Wirawati, N. gusti putu. (2014). Pengaruh return on asset, struktur modal, price to book value dan good corporate governance pada return saham. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 1(9), 1–16.
- Putra, B. N. (2019). *Pengaruh Asset Tangibility, Growth Sales, dan Ownership Structure Public Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Industri Dasar dan Kimia Yang Terdaftar di BEI*.
- Rahayu, W. P., & Sopian, D. (2017). Pengaruh Rasio Keuangan dan Ukuran Perusahaan Terhadap Financial Distress (Studi Empiris Pada Perusahaan Food And Beverage di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 1(2).
- Rudangga, I. G. N. G., & Sudiarta, G. M. (2016). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 5(7). <https://doi.org/10.32528/psneb.v0i0.5210>
- Ryando. (2012). Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Perusahaan Pertambangan Subsektor Batubara Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2017. In *Jurnal Ilmiah Manajemen Surya Pasca Scientia* | (Vol. 10, Issue 1).
- Seftianne, S., & Handayani, R. (2011). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 13(1), 39–56. <https://doi.org/10.34208/jba.v13i1.214>
- Setyawan, A. I. W., Topowijono, & Nuzula, N. F. (2016). Pengaruh firm size, growth opportunity, profitability (studi pada perusahaan sektor property dan real estate yang terdaftar di BEI tahun 2009-2014). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 31(1), 108–117.
- Soliman, M. M. (2014). Auditing quality characteristics and accounting conservatism: An empirical study of the listed companies in Egypt. *Corporate Ownership and Control*, 11(2 D), 352–361. <https://doi.org/10.22495/cocv11i2c3p4>
- Subardjo, A. (2011). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Penyebaran Kepemilikan Terhadap Struktur Modal Perusahaan. *BIP's Jurnal Bisnis Perspektif*, 3(1), 01–15.
- Sugiyono. (2018). *Metode Penelitian Kombinasi (Mixed Methods)*. Alfabeta.
- Sujoko, & Soebiantoro, U. (2007). Pengaruh Struktur kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Manajemen. Universitas Petra*.
- Surjadi, A., Vania, I., & Yuliati, R. (2016). *Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan di Indonesia*.
- Suryani, I. D. (2017). Pengaruh Mekanisme Corporate Governance Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Manajemen Laba. *Jurnal Reviu Akuntansi Dan Keuangan*, 4(1). <https://doi.org/10.22219/jrak.v4i1.4923>
- Tarjo. (2008). Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Leverage terhadap Manajemen

Laba, Nilai Pemegang Saham serta Cost of Equity Capital. *Simposium Nasional Akuntansi XI Pontianak*.

Ujiyantho, M. A., & Pramuka, B. A. (2007). Mekanisme Corporate Governance, Manajemen Laba dan Kinerja Keuangan (studi pada perusahaan go publik sektor manufaktur). *Simposium Nasional Akuntansi X, Juli*, 1–26.

Widhiari, N., & Merkusiwati, N. K. L. A. (2015). Pengaruh Rasio Likuiditas, Leverage, Operating Capacity, Dan Sales Growth Terhadap Financial Distress. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 11(2), 456–469.

Widiastuti, M., Midiastuty, P. P., & Suranta, E. (2013). Dividend Policy and Foreign Ownership. *Jurnal Simposium Nasional Akuntansi, XVI*, 3401–3423.

Yenny, Mahadwartha, P. A., & Sutejo, B. S. (2015). Pengaruh Profitability, Asset Tangibility, Size, Growth Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2013. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 4(1), 1–14.

Zulkarnain, M. (2020). Pengaruh Likuiditas dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal. *FORUM EKONOMI*, 22(1), 49–54.