



APSSAI Accounting Review (April 2022)

Peran tingkat pertumbuhan dalam memoderasi pengaruh likuiditas, struktur aset, kepemilikan manajerial pada struktur modal.

Ramadhan, M. R., Mayangsari, S. (2022). *APSSAI Accounting Review*, 2(1), 65-79.
<https://doi.org/10.26418/apssai.v1i2.13>.

Muhammad Rifqi Ramadhan
Universitas Trisakti, Indonesia.

Sekar Mayangsari*
Universitas Trisakti, Indonesia.

Received: 20 Februari 2022
1st Revision: 13 April 2022
Accepted: 22 April 2022

JEL Classification: G1, M4
DOI: 10.26418/apssai.v1i2.13

**PERAN TINGKAT PERTUMBUHAN DALAM MEMODERASI
PENGARUH LIKUIDITAS, STRUKTUR ASET, KEPEMILIKAN
MANAJERIAL PADA STRUKTUR MODAL**

ABSTRACT *This study aims to examine the impact of liquidity, asset structure, and managerial ownership on capital structure with growth rate as a moderating variable. This empirical analysis is based on secondary data on manufacturing businesses listed on the Indonesia Stock Exchange. Purposive sampling was used, resulting in as many as 74 firms being acquired. Data sources were acquired from www.idx.co.id and the observation period 2018-2020. According to the findings of this study, liquidity and management ownership have a negative correlation with capital structure, and asset structure does not correlate with capital structure. Moreover, the growth rate mitigates the negative correlation between liquidity on capital structure. The growth rate does not enhance the positive correlation between asset structure on capital structure and does not mitigate the negative correlation between managerial ownership on capital structure.*

Keywords: *Asset structure; Capital structure; Growth; Liquidity; Managerial ownership*

ABSTRAK Tujuan kajian adalah untuk menganalisa pengaruh likuiditas, struktur aset, kepemilikan manajerial terhadap struktur modal dengan tingkat pertumbuhan sebagai variabel moderasi. Dengan metode *purposive sampling* data dikumpulkan dari www.idx.co.id dan website resmi perusahaan manufaktur 2018-2020 dan diperoleh sebanyak 74 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas berkorelasi negatif terhadap struktur modal, struktur aset tidak berkorelasi terhadap struktur modal, kepemilikan manajerial berkorelasi negatif terhadap struktur modal, tingkat pertumbuhan memperlemah korelasi negatif likuiditas terhadap struktur modal, tingkat pertumbuhan tidak memperkuat korelasi positif struktur aset terhadap struktur modal dan tidak memperlemah korelasi negatif kepemilikan manajerial terhadap struktur modal.

Kata kunci: Kepemilikan manajerial; Likuiditas; Pertumbuhan; Struktur aset; Struktur modal

*Corresponding author, email: sekar_mayangsari@trisakti.ac.id

Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Trisakti
Jalan Kyai Tapa No. 1, Grogol, Jakarta Barat 11440

Pendahuluan

Struktur modal merupakan sesuatu yang penting bagi perusahaan. Beberapa fenomena terkini menunjukkan bahwa perusahaan yang salah dalam menentukan sumber pendanaan akan bisa berdampak pada *going concern* perusahaan. Perusahaan yang terlalu bergantung

pada utang maka dapat berdampak tingginya beban keuangan, dalam pembayaran angsuran dan bunga.

Di sisi lain persaingan perusahaan saat ini semakin ketat sehingga dibutuhkan berbagai inovasi dalam melaksanakan semua proses perusahaan untuk tetap menghasilkan keuntungan agar dapat memenuhi dana yang dibutuhkan perusahaan. Perusahaan akan menggunakan berbagai taktik untuk memastikan kelangsungan keberadaannya dan kemampuannya untuk memenuhi kewajiban keuangannya. Struktur modal perusahaan merupakan komponen struktur keuangan yang selalu dalam pengawasan. Agar dapat menjalankan perusahaan lebih efektif dan efisien daripada pesaingnya, seorang manajer dituntut untuk dapat melakukan kewajibannya dengan benar dan tepat setiap saat. Karena setiap sumber pembiayaan memiliki dampak tertentu. Sehingga keputusan yang diambil oleh manajemen harus dipertimbangkan dengan baik. Perusahaan akan mempertimbangkan dengan matang apakah kegiatan operasinya akan dibiayai secara eksternal dengan pinjaman atau saham baru ketika merencanakan pengeluarannya di masa depan.

Struktur modal selama ini dikaitkan dengan perbandingan sumber modal eksternal dan internal, berupa *retained earning* serta kepemilikan manajerial perusahaan. Struktur modal dapat dikatakan optimal bisa menyeimbangkan antara penghematan pajak dengan biaya kesulitan akibat penggunaan utang. Pengelolaan struktur modal perusahaan yang efektif menjadi prioritas utama bagi manajemen. *Debt to equity ratio* (DER) dapat digunakan untuk menilai struktur modal perusahaan (Aggarwal & Padhan, 2017).

Masalah likuiditas dalam struktur permodalan berpotensi berdampak pada pertimbangan struktur modal. Perusahaan tidak likuid mengacu pada ketidakmampuan perusahaan untuk memenuhi komitmen jangka pendek. Dapat digambarkan dengan tingginya nilai likuiditas suatu perusahaan, menandakan tingkat utang yang sedikit. Karena likuiditas perusahaan memberikan gambaran perusahaan tentang kapasitasnya untuk membayar tagihannya dan memenuhi komitmen kontraknya. Struktur aset merupakan komposisi aset perusahaan yang dapat dijamin untuk mendapatkan pinjaman dan dapat mempengaruhi struktur modal (Tijow et al., 2018). Dengan menggunakan struktur aset, perusahaan dapat menentukan berapa banyak utang jangka panjang yang dapat perusahaan lakukan. Yang tentunya akan berdampak pada ukuran struktur modal perusahaan.

Kepemilikan manajerial memisahkan kepemilikan saham milik orang dalam dari orang luar (Bodie et al., 2016). Jika saham suatu perusahaan dimiliki oleh banyak pemegang saham, maka mereka semua tidak bisa turut serta dalam mengelola operasional perusahaan

tersebut. Sebagai gantinya, dari mereka akan memilih seorang dewan komisaris untuk mewakili mereka dalam pengelolaan, khususnya terkait pengawasan operasional perusahaan. Adanya struktur yang demikian menimbulkan perbedaan antara pemilik dengan manajer. Lebih lanjut, kondisi ini menimbulkan keseimbangan, suatu kondisi yang tidak terdapat pada perusahaan yang dimiliki oleh pemilik yang bertindak sekaligus sebagai manajer.

Tingkat pertumbuhan ditentukan berdasarkan total penjualan sebagai ukuran kinerja perusahaan. Penjualan yang tinggi dapat menarik investor untuk pendanaan eksternal dan menambah kredibilitas perusahaan. Misalnya, perusahaan dengan stabilitas penjualan tinggi akan lebih mudah untuk memperoleh pinjaman dari luar dibandingkan dengan perusahaan yang stabilitas penjualannya rendah (Brigham & Houston, 2018). Dalam hal ini, kreditur percaya bahwa perusahaan mengalami pertumbuhan yang pada akhirnya akan memengaruhi struktur modal perusahaan jika kreditur mengucurkan pinjamannya. Dengan kata lain, semakin tinggi tingkat pertumbuhan semakin meningkat volume penjualan dan pada akhirnya akan terjadi peningkatan kapasitas produksi.

Penelitian sebelumnya terkait dengan faktor yang memengaruhi struktur modal telah dilakukan. Shahr et al. (2016) menyelidiki hubungan antara struktur kepemilikan dan karakteristik spesifik perusahaan dengan struktur modal pada perusahaan publik modal menengah di Malaysia. Mereka menemukan bahwa konsentrasi kepemilikan memiliki hubungan negatif dengan rasio leverage, ukuran untuk struktur modal. Di India dan Sri Lanka, kajian serupa juga telah dilakukan oleh Bulathsinghalage & Pathirawasam (2017), Awan & Amin (2014) dan Ramaratnam & Jayaraman (2013). Mereka menemukan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan dari atribut tata kelola perusahaan kecuali komposisi dewan & komite dewan terhadap struktur modal. Variabel komposisi dewan berpengaruh positif signifikan dan komite dewan berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Lebih lanjut, Munandar (2018) menemukan bahwa bahwa leverage secara negatif ditentukan oleh tingkat pertumbuhan.

Permasalahan yang berhubungan dengan struktur modal masih terus diperbincangkan, terutama dalam pemilihan sumbernya, apakah mengutamakan internal ataukah eksternal. Termasuk pertanyaan, mengapa banyak perusahaan di Indonesia lebih senang berutang untuk memenuhi kebutuhan pendanaan jangka panjang dibandingkan menerbitkan saham. Hasil-hasil penelitian sebelumnya menunjukkan perbedaan hasil terutama dalam likuiditas, struktur aset serta struktur kepemilikan. Ada pun pengembangan yang dilakukan riset ini

adalah dengan memasukkan peran moderasi pertumbuhan perusahaan yang juga diduga kuat mempengaruhi struktur modal suatu entitas.

Kajian Literatur dan Pengembangan Hipotesis

Penelitian ini menggunakan teori *pecking order* sebagai *grand theory* yang merupakan salah satu konsep dasar struktur modal. Myers (1984) menunjukkan bahwa manajer lebih suka menggunakan dana dari modal internal, yaitu arus kas dan laba ditahan. Manajer cenderung akan menggunakan *internal financing* apabila memungkinkan, kedua pendanaan yang disesuaikan dengan target. Pembiayaan eksternal berdasarkan peluang investasi dan akhirnya dengan menerbitkan surat berharga seperti obligasi dan saham (Brealey et al., 2020).

Struktur modal dapat dianggap sebagai perbandingan antara utang jangka panjang dan ekuitas. Manajer perlu optimal guna menentukan komposisi struktur modal atau sumber pendanaan yang akan sehingga dapat efisien (Pramana & Darmayanti, 2020). Penambahan modal meliputi segala sumber daya jangka panjang baik utang, saham, obligasi maupun cadangan dana dapat disebut dengan struktur modal. Sebuah perusahaan yang memodali kegiatan oprasional dengan utang dan asetnya adalah struktur modal Karena itu, perusahaan perlu mengidentifikasi sumber pendanaan yang tepat untuk mengoptimalkan struktur modal perusahaan. Sumber pendanaan perusahaan bisa berasal dari internal maupun eksternal. Dana internal adalah dana yang berupa laba ditahan yang diperoleh dari aktivitas operasi.

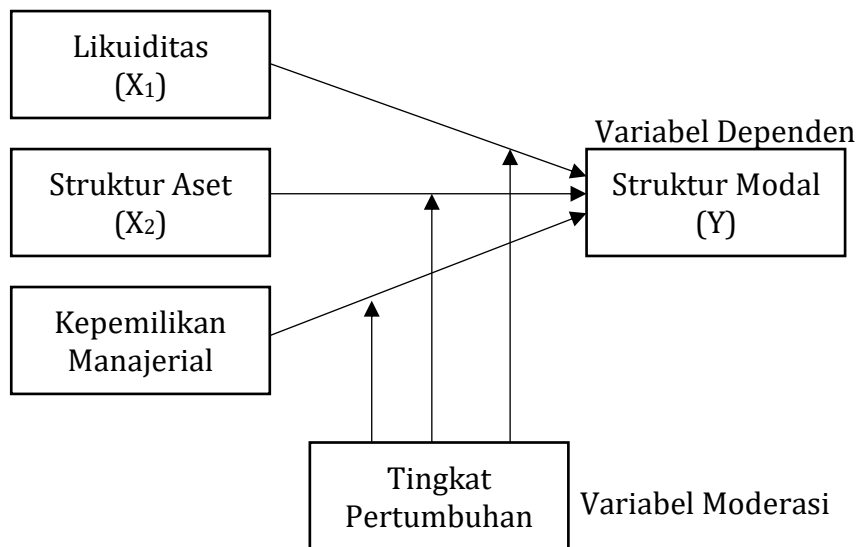
Likuiditas merupakan rasio yang mengukur kemampuan sebuah perusahaan untuk membayar utang atau kewajibannya dengan aset. Dalam pengukurannya, likuiditas perusahaan dapat dikatakan baik apabila jumlah aset lancar lebih besar dibandingkan dengan jumlah kewajibannya. Perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi akan mengurai utang untuk membiayai bisnisnya. Suatu perusahaan dapat dikatakan dalam kondisi keuangan yang baik jika: (1) memiliki modal untuk melakukan kegiatan oprasional; (2) kewajibannya dapat dipenuhi tepat waktu; (3) tingkat kredit yang dimiliki menguntungkan; (4) membayar bunga dan dividen.

Kepemilikan saham seperti direktur serta komisaris disebut sebagai kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial merupakan kekuatan pemantauan internal yang penting dimana selama ini dianggap sebagai fungsi sekaligus penentu risiko. Kepemilikan manajerial adalah saham perusahaan yang dimiliki oleh manajer. Dengan kata lain, manajer perusahaan juga merupakan pemegang saham (Hery, 2017). Kepemilikan manajerial memberi manajer

kesempatan untuk berpartisipasi dalam pemegang saham sehingga status pemegang saham dan manajer setara. Melalui tanggung jawab administratif ini, manajer dapat secara langsung merasakan manfaat dari pengambilan keputusan dan risiko yang terkait keputusan tersebut.

Menurut Devi et al. (2017) struktur aset merupakan perbandingan antara aset tetap dan total aset perusahaan, dan dapat menentukan berapa banyak uang yang dialokasikan untuk setiap komponen aset. Jika suatu perusahaan memiliki banyak aset tetap, perusahaan dapat dengan mudah mendapatkan pinjaman dari kreditur untuk menambah utangnya. Aset tetap dengan jumlah yang besar dapat digunakan sebagai jaminan pinjaman. Hasil pembagian nilai total aset tetap dengan total aset perusahaan dapat digunakan sebagai informasi tentang struktur aset perusahaan. Total aset merupakan hasil dari penjumlahan dari keseluruhan antara aset lancar dengan aset tidak lancar. Guna bandingkan nilai antara aset tetap dengan total aset.

Variabel Independen



Gambar 1. Model Penelitian

Tingkat pertumbuhan, baik dari sisi penjualan, laba bersih, EPS (*earning per share*) dan DPS (*dividen per share*), mencerminkan peningkatan pertumbuhan perusahaan dibandingkan tahun sebelumnya. Penjualan yang stabil dalam bisnis memungkinkan memperoleh kredit dibandingkan bisnis yang penjualannya tidak stabil (Brigham & Houston, 2018). Sementara di sisi lain pada perusahaan dengan pertumbuhan tinggi menunjukkan bahwa mereka memiliki banyak sumber daya internal. Dengan sumber daya internal tersebut, maka kebutuhan pendanaan dipenuhi dari internal perusahaan. Dengan argument tersebut, dapat disimpulkan bahwa struktur modal, dalam arti perbandingan pendanaan internal dan eksternal, sangat dipengaruhi oleh pertumbuhan perusahaan.

Perusahaan dengan likuiditas tinggi menghindari penggunaan dana eksternal, misalnya utang. Kondisi ini berdampak pada komposisi struktur modal perusahaan karena perusahaan lebih memilih pendanaan internal. *Pecking theory order* menjelaskan mengapa kecenderungan tersebut terjadi dengan menyatakan bahwa tingginya tingkat likuiditas perusahaan akan menurunkan struktur modal perusahaan. Dengan kata lain, likuiditas perusahaan menunjukkan perusahaan memiliki dana internal yang cukup untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya serta berdampak pada struktur modal. Devi et al. (2017) dan Deviani & Sudjarni (2018) membuktikan bahwa likuiditas berkorelasi negatif terhadap struktur modal. Secara argumentatif bahwa likuiditas yang tinggi berdampak pada kebutuhan sumber pendanaan pada ekuitas.

H₁: Likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Perusahaan akan cenderung menghindari pinjaman utang jika dana internal perusahaan sudah mencukupi dan ini sejalan dengan penjelasan teori *pecking order*. Maka dari itu perusahaan dengan jumlah aset yang besar akan menggunakan pinjaman utang dengan asetnya dijadikan sebagai jaminan apabila dana internalnya tidak mencukupi. Dengan kata lain dalam keadaan terpaksa agar perusahaan tetap dapat berjalan maka aset tersebut dapat dijadikan jaminan untuk memenuhi kekurangan dana.

H₂: Struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Saham yang dimiliki oleh manajemen suatu perusahaan sering dikatakan sebagai kepemilikan manajerial yang biasanya diukur dari presentase jumlah saham yang dimilikinya. Dengan menjadi bagian dari pemilik perusahaan, diharapkan kinerja manajemen semakin meningkat (Devi et al., 2017). Kepemilikan manajerial terhadap teori *pecking order* hal ini akan mendorong manajer untuk memprioritaskan modal internal sehingga struktur kapital akan rendah. Tetapi tidak menutup kemungkinan bagi para manajer untuk memanfaatkan utang dari modal eksternal jika di perlukan pada pengembangan perusahaan.

H₃: Kepemilikan manajemen berpengaruh negatif terhadap struktur modal.

Tingkat pertumbuhan perusahaan dibuktikan dengan peningkatan penjualan perusahaan apabila dibandingkan dengan periode sebelumnya. Hal ini mempengaruhi kecenderungan perusahaan untuk menentukan bagaimana dana tersebut akan digunakan. Pertumbuhan perusahaan yang tinggi akan membuat pemanfaatan utang yang telah dilaksanakan dapat menguntungkan. Keadaan ini berkaitan dengan teori *pecking order* sebagai penunjuk penggunaan dana perusahaan. Dimana sebuah perusahaan tidak perlu melakukan pinjaman

utang jika memiliki tingkat likuiditas yang tinggi. Dana terdapat dalam dana internal dengan jumlah besar yang bisa digunakan oleh perusahaan. Maka penggunaan dana internal tersebut dapat digunakan untuk memenuhi keperluan operasionalnya.

H₄: Tingkat pertumbuhan memperlemah pengaruh negatif likuiditas terhadap struktur modal.

Tingkat pertumbuhan yang besar menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kemampuan yang baik untuk menjalankan usahanya. Hal ini dapat diukur dengan meningkatnya jumlah nilai penjualan dibandingkan dengan periode sebelumnya untuk mempertahankan tren positif ini, perusahaan mengembangkan bisnisnya dan membutuhkan dana tambahan. Menurut Brigham & Houston (2018), bisnis dengan penjualan stabil memiliki lebih banyak peluang kredit daripada bisnis dengan penjualan yang tidak stabil. Akibatnya, seiring dengan meningkat tingkat penjualan, kebutuhan dana perusahaan juga akan meningkat. Peningkatan nilai aset dapat membantu bisnis dengan progres penjualan yang tinggi, sehingga menyebabkan bisnis berpotensi berhadapan dengan utang yang tinggi.

H₅: Tingkat pertumbuhan memperkuat pengaruh positif struktur aset terhadap struktur modal.

Dari sisi penjualan yang stabil, tingkat pertumbuhan perusahaan dapat meningkatkan citra baik perusahaan. Perusahaan dengan peningkatkan penjualan dengan baik akan membutuhkan modal lebih untuk mengembangkan perusahaannya, karena perusahaan dengan tingkat penjualan yang baik ingin mendapatkan reputasi yang baik bagi para peminjam serta investor. Sehingga memudahkan perusahaan untuk mendapatkan modal eksternal yang dibutuhkan. Hal ini berallawanan dengan perusahaan yang sahamnya sebagian dimiliki oleh pihak manajemen umumnya akan menerapkan kebijakan utang yang cenderung rendah. Dengan tujuan karena manajemen menanggung juga akan menanggung biaya modal perusahaan, sehingga manajemen dalam menjalankan kegiatan usahanya lebih mempertimbangkan *minimize cost* dan *maximize value*.

H₆: Tingkat pertumbuhan memperlemah pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap struktur modal.

Metode Penelitian

Penelitian ini dilakukan guna mengkaji pengaruh likuiditas, struktur aset, kepemilikan manajerial, tingkat pertumbuhan terhadap struktur modal. Kajian ini menggunakan variabel dependen berupa struktur modal dan variabel independen meliputi likuiditas, struktur aset, kepemilikan dan manajerial. Selain itu, kajian juga menggunakan variabel moderasi yaitu

Muhammad Rifqi Ramadhan, Sekar Mayangsari

tingkat pertumbuhan. Tabel 1 menyajikan definisi operasional setiap variabel.

Tabel 1. Variabel Penelitian dan Pengukuran

Jenis Variabel	Variabel	Indikator	Skala
Dependen	Struktur modal	$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Ekuitas}}$	Rasio
Independen	Likuiditas	$CR = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Utang Lancar}}$	Rasio
Independen	Struktur aset	$FAR = \frac{\text{Aset Tetap}}{\text{Total Aset}}$	Rasio
Independen	Kepemilikan manajerial	$KM = \frac{\text{Saham yang dimiliki manajer}}{\text{Saham yang beredar}}$	Rasio
Moderasi	Tingkat pertumbuhan	$\text{Pertumbuhan penjualan} = \frac{\text{sales}(1) - \text{sales}(t-1)}{\text{sales}(t-1)}$	Rasio

Keterangan: DER=*debt to equity ratio*; CR=*curent ratio*; FAR=*fixed assets ratio*

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dan mengambil periode analisis dari tahun 2018-2020. Metode pengambilan sampel adalah metode *purposive sampling* (Ghozali, 2016) dengan kriteria tidak delisting dan memiliki periode akhir pembukuan per 31 Desember selama kurun waktu penelitian.

Metode yang digunakan adalah analisis regresi linier moderasi dan persamaan regresi yang dikembangkan adalah:

$$SM = \alpha + \beta_1 LIK + \beta_2 STRA + \beta_3 KM + \beta_4 LIK * TUMBUH + \beta_5 STRA * TUMBUH + \beta_6 KM * TUMBUH + \epsilon \dots \dots \dots (1)$$

Keterangan:

- SM = Struktur modal
- LIK = Likuiditas
- STRA = Struktur aset
- KM = Kepemilikan manajemen
- TUMBUH = Pertumbuhan
- ϵ = Error

Hasil Penelitian

Berdasarkan data yang ditampilkan pada Tabel 2, tampak bahwa rata-rata struktur modal sampel menggunakan saham, 70% dibandingkan utang jangka panjangnya. Sedangkan kondisi likuiditas sampel sangat baik, terbukti rata-rata tingkat likuiditas > 1, yang berarti bahwa kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya sangat baik. Total aset tetap yang dimiliki sampel relatif kecil (38%) dibandingkan total aset keseluruhan. Hal ini kemungkinan disebabkan pada perusahaan manufaktur, memiliki jumlah persediaan,

Muhammad Rifqi Ramadhan, Sekar Mayangsari

mulai bahan baku hingga barang jadi, yang relatif besar. Kepemilikan manajerial sampel, secara rata-rata juga relatif kecil hanya 8%, meskipun demikian ada perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial hingga 94%, dan beberapa sampel juga tidak memiliki kepemilikan manajerial.

Tabel 2. Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Std. Deviasi
Struktur modal	209	0.0035	1.9466	0.707973	0.4711680
Likuiditas	209	0.6507	303.2819	5.494730	25.2646388
Struktur aset	209	0.0010	0.7810	0.384396	0.1886849
Kepemilikan manajerial	209	0.0000	0.9445	0.087774	0.1989500
Tingkat pertumbuhan	209	-0.5709	0.9323	0.079239	0.2090808

Sumber: Data Diolah (2021)

Hasil penelitian yang dilakukan peneliti dapat membuktikan bahwa likuiditas berkorelasi negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Semakin tinggi likuiditas semakin menurun struktur modal suatu perusahaan. Bagi industri manufaktur, likuiditas merupakan alat ukuran perusahaan untuk dapat membayar atau memenuhi kewajiban keuangannya yang akan atau telah jatuh tempo. Perusahaan manufaktur dengan tingkat likuiditas yang tinggi berarti perusahaan memiliki dana internal cukup dan dapat digunakan untuk membayar kewajibannya sehingga struktur modal perusahaan juga akan berkurang. Likuiditas yang tinggi menunjukkan bahwa kebutuhan perusahaan terpenuhi, dengan demikian perusahaan tidak perlu terlalu sulit untuk mencari sumber pendanaan dari eksternal perusahaan terutama dari utang yang memiliki potensi risiko bagi perusahaan.

Tabel 3. Hasil Uji t

Variabel	Prediksi	β	t	Sig	Kesimpulan
(Constant)		0.724			
Likuiditas	Negatif	-0.003	-2.621	0.005***	H ₁ diterima
Struktur Aset	Positif	0.197	1.083	0.140	H ₂ ditolak
Kepemilikan Manajerial	Negatif	-0.580	-3.324	0.001***	H ₃ diterima
LK*TP	Negatif	-0.234	-2.440	0.008***	H ₄ diterima
SA*TP	Positif	-0.969	-1.188	0.118	H ₅ ditolak
KM*TP	Negatif	0.320	0.335	0.369	H ₆ ditolak

Keterangan: ***Sig. < 1%

Sumber: Data Diolah (2021)

Hasil studi ini sejalan dengan Devi et al. (2017) dan (Deviani & Sudjarni, 2018) yang hasil kesimpulan mereka menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Dan ini sejalan dengan pemikiran dalam *pecking order theory* yaitu perusahaan yang memiliki nilai likuiditas tinggi lebih memilih pendanaan dengan dana

internal. Likuiditas merupakan sebuah proyeksi atas kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban lancarnya, sehingga akan menurunkan tingkat utang perusahaan.

Struktur aktiva tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Tidak berpengaruh berarti bahwa besar kecilnya struktur aktiva perusahaan tidak akan mempengaruhi kebijakan struktur modal perusahaan manufaktur. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan aset tetap tidak menjamin peningkatan utang perusahaan manufaktur. Hasil yang tidak signifikan dari hipotesis ini dapat disebabkan karena rata-rata sampel memiliki total aset rendah sehingga mereka kesulitan dalam mendapatkan pinjaman dari kreditur. Salah satu faktor yang menjadi penyebabnya adalah perusahaan manufaktur juga harus memperhatikan risiko yang akan terjadi seperti risiko gagal bayar jika terjadi peningkatan utang. Sehingga perusahaan manufaktur harus berhati-hati dalam meningkatkan utangnya dengan menggunakan aset tetapnya sebagai jaminan. Aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan bukan merupakan aset multiguna untuk dijamin. Selain itu dapat disebabkan oleh kreditur menentukan aset serta ketentuan perjanjian lainnya yang menjadi dasar dalam memberikan kredit kepada perusahaan.

Dengan demikian menghasilkan penambahan aset tetap perusahaan tidak berkorelasi signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hasil yang demikian bertentangan dengan *pecking order theory*, yaitu tingginya komposisi aset berwujud suatu perusahaan akan lebih memudahkan dalam hal penilaian aset tersebut. Dalam hal ini, bisa jadi aset berwujud yang dimiliki oleh perusahaan tidak bisa digunakan sebagai jaminan utang dalam rangka untuk mengembangkan perusahaan sesuai yang diharapkan perusahaan. Selain itu, perusahaan dengan aset besar mungkin hanya menggunakan sumber pendanaan eksternal atau utang ketika pendanaan internal tidak mencukupi. Kajian ini mendukung kajian Deviani & Sudjarni (2018) dan Putri & Andayani (2018) yang menyatakan bahwa struktur aktiva tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Kepemilikan manajerial adalah porsi saham biasa yang dimiliki oleh manajemen. Dalam konteks ini, manajer memiliki dua peran sekaligus, sebagai pengelola dan pemegang saham, dimana kedua pihak tersebut memiliki harapan yang sama terhadap bisnis yaitu mendapat laba yang tinggi. Tingginya laba dapat digunakan sebagai ukuran dari kinerja manajer yang bagus sehingga ia memperoleh bonus yang diukur dalam persentase dari laba tersebut. Dengan demikian, manajer memiliki kesempatan untuk meningkatkan laba. Semakin besar kepemilikan manajerial perusahaan, struktur modal akan menurun.

Kepemilikan saham manajemen berpengaruh negatif pada struktur modal karena adanya kepemilikan saham oleh manajemen dapat menyebabkan manajemen untuk bertindak lebih hati-hati terkait dengan kebijakan utang. Dengan kata lain, perusahaan dengan kepemilikan manajerial tinggi akan menurunkan struktur modal perusahaan. *Pecking order theory* menjelaskan bahwa perusahaan yang sebagian besar sahamnya dimiliki oleh manajemen akan cenderung menerapkan kebijakan utang kecil karena manajemen akan ikut serta dalam menanggung biaya modal yang seharusnya ditanggung oleh pemilik perusahaan. Oleh karena itu, manajer cenderung meminimalkan pembiayaan dari eksternal melalui hutang. Hasil kajian ini mendukung kajian Thesarani (2017) dan Oktaviantari & Baskara (2019) yang memiliki hasil bahwa kepemilikan manajerial berkorelasi negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

Likuiditas yang dimoderasi dengan tingkat pertumbuhan berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel struktur modal. Tingkat pertumbuhan memperlemah pengaruh negatif likuiditas terhadap struktur modal dapat dilihat dari t hitung yang lebih kecil dan signifikansinya yang lebih besar dari pengaruh langsung likuiditas. Stabilitas pertumbuhan berdampak positif pada laba perusahaan artinya manajemen memperhitungkannya dalam menentukan struktur modal. Perusahaan manufaktur dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi akan cenderung menggunakan utang dalam struktur modalnya.

Tingginya tingkat pertumbuhan penjualan biasanya ditandai dengan meningkatnya volume penjualan dan ini seringkali diikuti dengan penambahan kapasitas produksi. Untuk itu, diperlukan dana yang cukup besar. Alternatifnya, perusahaan akan berhutang guna membiayai kegiatan yang bisa meningkatkan volume produksi untuk memenuhi adanya peningkatan dalam penjualan. Namun demikian, tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi biasanya akan diikuti dengan berkurangnya kemampuan perusahaan dalam membayar utangnya karena pendanaan untuk peningkatan kapasitas produksi diperoleh melalui utang. Dengan demikian tingkat pertumbuhan memperlemah pengaruh negatif likuiditas terhadap struktur modal karena utang bertambah untuk mendanai aktivitas produksi perusahaan manufaktur.

Struktur aset yang dimoderasi dengan tingkat pertumbuhan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Tingkat pertumbuhan tidak memperkuat ataupun memperlemah hubungan struktur aktiva dengan modal. Stabilitas pertumbuhan yang baik berdampak positif terhadap laba perusahaan sehingga manajemen mempertimbangkannya dalam

menentukan struktur modal perusahaan. Seiring dengan peningkatan volume penjualan perusahaan, kebutuhan akan modal tambahan juga meningkat.

Namun demikian, *pecking order theory* menyatakan sebaliknya, yaitu tingkat penjualan yang relatif tinggi diperlukan dana tambahan dalam bentuk utang agar penjualan yang dilakukan cenderung stabil. Perusahaan mungkin tidak memanfaatkan aset yang dimilikinya sebagai jaminan untuk berhutang. Setiap perusahaan menginginkan laba yang besar dan oleh karena itu dalam memilih alternatif pendanaan, manajer akan mempertimbangkan faktor biaya dan risiko yang harus ditanggungnya jika menggunakan sumber dana eksternal. Oleh karena itu, tingkat pertumbuhan tidak memperkuat hubungan antara aktiva dengan struktur modal pada perusahaan manufaktur.

Kepemilikan manajerial yang dimoderasi dengan tingkat pertumbuhan tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel struktur modal. Tingkat pertumbuhan tidak dapat memperkuat ataupun memperlemah pengaruh kepemilikan manajerial terhadap struktur modal. Artinya menunjukkan tingkat pertumbuhan tidak mampu memperlemah pengaruh negatif antara kepemilikan manajemen terhadap struktur modal. Pada umumnya meningkatnya tingkat pertumbuhan akan memerlukan dana yang lebih banyak dalam membiayai perluasan bisnisnya, hal ini akan lebih mudah dilakukan dengan melakukan pendanaan eksternal dalam bentuk utang. Hal ini secara tidak langsung mendorong manajer untuk menggunakan utang. *Pecking order theory* menjelaskan ketika dana internal perusahaan tidak mencukupi untuk memenuhi kebutuhan perusahaan, maka perusahaan memerlukan dana eksternal untuk menutupi kebutuhannya. Namun penggunaan utang yang terlalu tinggi juga dapat menyebabkan risiko kebangkrutan sehingga perusahaan akan lebih berhati-hati dalam menggunakan utang dan meminimalisir risiko tersebut.

Tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi memerlukan banyak utang untuk menjalankan aktivitas perusahaan. Manajemen perusahaan mungkin lebih fokus pada faktor lain selain tingkat pertumbuhan. Oleh karena itu, tingkat pertumbuhan tidak mampu memperlemah pengaruh negatif antara kepemilikan manajemen terhadap struktur modal.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian dan analisis hasil penelitian, diperoleh sejumlah kesimpulan yaitu sementara likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal namun struktur aset tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Lebih lanjut, kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap struktur modal. Sedang untuk variabel moderasi, tingkat pertumbuhan memperlemah pengaruh likuiditas terhadap struktur modal, tidak mampu

memperkuat pengaruh struktur aset terhadap struktur modal dan tidak mampu memperlemah pengaruh kepemilikan manajerial terhadap struktur modal.

Kajian ini memiliki keterbatasan dalam hal tingginya outlier yang mengurangi jumlah sampel penelitian. Selain itu, adanya *heterogeneity* dan minimalnya sampel yang digunakan, yang tidak melibatkan kondisi spesifik sampel, seperti capaian laba, pembayaran deviden juga menjadi keterbatasan penelitian. Untuk itu, saran yang dapat diberikan peneliti dari hasil penelitian ini untuk mendukung penelitian yang akan datang adalah peneliti selanjutnya dapat menguji dan menganalisis faktor lain seperti kebijakan deviden, kepemilikan institusional, dan risiko bisnis yang mungkin berkorelasi terhadap struktur modal dan juga memakai tahun penelitian terbaru yang lebih dari 5 tahun agar data yang di dapatkan lebih banyak sehingga mendapatkan hasil lebih akurat. Selanjutnya, peneliti dapat menambahkan periode penelitian sehingga sampel yang didapatkan beragam untuk menghindari data *outliers*. Pada akhirnya, peneliti selanjutnya diharapkan dapat menggunakan sampel penelitian yang lebih luas atau tidak hanya manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, tetapi bisa juga menggunakan sektor lain misalnya perbankan, pertambangan, jasa, pertanian, properti dan lain sebagainya.

Daftar Pustaka

- Aggarwal, D., & Padhan, P. C. (2017). Impact of capital structure on firm value: Evidence from Indian hospitality industry. *Theoretical Economics Letters*, 7(4), 982–1000. <https://doi.org/10.4236/tel.2017.74067>.
- Awan, A. G., & Amin, M. S. (2014). Determinant of capital structure. *European Journal of Auditing and Finance Research*, 2(9), 22–41.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2016). *Investments* (12th ed.). Salemba Empat.
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw Hill.
- Brigham, E., & Houston, J. (2018). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (14th ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Bulathsinalage, S., & Pathirawasam, C. (2017). The effect of corporate governance on firms' capital structure of listed companies in Sri Lanka. *Journal of Competitiveness*, 9(2), 19–33. <https://doi.org/10.7441/joc.2017.02.02>.
- Devi, N. M. N. C., Sulindawati, N. L. G. E., & Wahyuni, M. A. (2017). Pengaruh struktur aktiva, profitabilitas, ukuran perusahaan, likuiditas, dan kepemilikan manajerial terhadap struktur modal perusahaan (studi empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar

- di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2015). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi*, 7(1), 1–12. <https://doi.org/10.23887/jimat.v7i1.9585>.
- Devi, S., Budiasih, I. G. N., & Badera, I. D. N. (2017). Pengaruh pengungkapan enterprise risk management dan pengungkapan intellectual capital terhadap nilai perusahaan. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 14(1), 20–45. <https://doi.org/10.21002/jaki.2017.02>.
- Deviani, M. Y., & Sudjarni, L. K. (2018). Pengaruh tingkat pertumbuhan, struktur aktiva, profitabilitas, dan likuiditas terhadap struktur modal perusahaan pertambangan di BEI. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 7(3), 1222–1254. <https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2018.v7.i03.p04>.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21* (8th ed.). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hery. (2017). *Kajian Riset Akuntansi*. Jakarta: PT. Grasindo.
- Munandar, A. (2018). The impact of managerial ownership, size, and growth rate on capital structure. *Jurnal Riset Terapan Akuntansi*, 1(2), 84–88.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>.
- Oktavianitari, 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), 3843–3872. <https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2019.v08.i06.p20>.
- Pramana, I. W. S., & Darmayanti, N. P. A. (2020). Profitabilitas, struktur aktiva, dan ukuran perusahaan berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan otomotif. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 9(6), 2127. <https://doi.org/10.24843/ejmunud.2020.v09.i06.p04>.
- Putri, R. P., & Andayani. (2018). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Dan Riset Akuntansi*, 7(2), 1–24. <https://doi.org/10.22216/jbe.v1i2.1429>.
- Ramaratnam, M. S., & Jayaraman, R. (2013). Determinants of capital structure with special reference to Indian pharmaceutical sector: Panel data analysis. *Journal of Commerce and Accounting Research*, 2(4).
- Shahar, H. K., Adzis, A. A., & Baderi, N. (2016). The relationship between ownership structure, firm specific characteristics and capital structure: Evidence from Malaysian middle-

capital public listed firms. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(3), 36–43.

Thesarani, N. J. (2017). Pengaruh ukuran dewan komisaris, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan komite audit terhadap struktur modal. *Nominal*, 6(2), 1–13. <https://doi.org/10.21831/nominal.v6i2.16641>.

Tijow, A. P., Sabijono, H., & Tirayoh, V. Z. (2018). Pengaruh struktur aktiva dan profitabilitas terhadap struktur modal pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Going Concern: Jurnal Riset Akuntansi*, 13(04), 477–488. <https://doi.org/10.32400/gc.13.03.20375.2018>.