

Determinan Struktur Modal Perusahaan Industri Properti dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Moderasi

Andi Denny Andrew Priyadi¹, Rustam², Wendy³

^aMagister Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Tanjungpura, Pontianak

*Email : andidennyandree@gmail.com

(Diterima Oktober 2022; Disetujui Desember 2022; Dipublikasikan Januari 2023)

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk melihat apa saja faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2016 hingga tahun 2020, serta untuk mencari peran moderasi ukuran perusahaan dalam model penelitian yang dibangun. Sampel penelitian berjumlah 42 perusahaan properti dan real estate yang terdaftar di BEI yang diambil dengan teknik purposive sampling. Data yang digunakan adalah data panel. Data yang terkumpul kemudian direkap sesuai data yang dibutuhkan sebagai variabel penelitian, kemudian diuji pemilihan model untuk menentukan model regresi yang paling tepat untuk model penelitian. Pengolahan data dilanjutkan dengan analisis regresi data panel dan analisis regresi moderasi dengan bantuan program software *E-Views 12*. Hasil pemilihan model regresi merekomendasikan random effect model sebagai model terbaik dalam penelitian ini. Hasil pengujian hipotesis secara simultan menunjukkan terdapat pengaruh struktur aktiva, pertumbuhan perusahaan, kesulitan keuangan, dan profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan. Sedangkan pada pengujian hipotesis secara parsial, ditemukan hanya struktur aktiva dan kesulitan keuangan yang diukur menggunakan Altman Z-score berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Sementara pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Pengujian regresi moderasi menemukan bahwa ukuran perusahaan adalah moderator murni yang memoderasi negatif pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal perusahaan dan pengaruh kesulitan keuangan terhadap struktur modal, namun hanya berperan sebagai moderator potensial yang tidak memoderasi pengaruh pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan. Hasil uji koefisien determinasi menunjukkan bahwa variabel struktur aktiva, pertumbuhan perusahaan, kesulitan keuangan, dan profitabilitas dapat menjelaskan sebesar 11,58 persen perubahan pada struktur modal perusahaan.

Kata kunci: struktur aktiva, pertumbuhan, kesulitan keuangan, profitabilitas, ukuran perusahaan, struktur modal, perusahaan properti dan *real estate*.

PENDAHULUAN

Industri sektor properti dan *real estate* adalah industri yang berkembang pesat di Indonesia serta berperan penting dalam pembangunan suatu negara. Perkembangan sektor ini berperan pula mendukung perkembangan sektor industri lainnya dalam suatu negara. Properti dan *real estate* sendiri merupakan aktiva multiguna yang dapat digunakan oleh perusahaan sebagai jaminan. Di sisi lain, industri sektor properti dan real estate adalah industri yang memiliki karakteristik sulit untuk diprediksi dan beresiko tinggi, karena pembiayaan atau sumber dana

*corresponding authors e-mail : andidennyandree@gmail.com

Online ISSN: 2721-4230 | Print ISSN: 2721-4281

DOI : <http://dx.doi.org/10.26418/ejme.v11i01.58527>

perusahaan umumnya berasal dari kredit perbankan, sedangkan perusahaan beroperasi menggunakan aktiva tetap berupa tanah dan bangunan. Oleh karena itu, perusahaan yang bergerak di industri sektor properti dan *real estate* mempunyai struktur modal yang tinggi, dan menyebabkan keputusan pendanaan menjadi hal yang penting bagi perusahaan yang bergerak di industri sektor properti dan real estate. Struktur modal menjadi fokus utama bagi perusahaan karena baik buruknya struktur modal dapat mempengaruhi kondisi keuangan perusahaan. Penelitian ini dilakukan untuk melihat apa saja faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2016 hingga tahun 2020, serta untuk mencari peran moderasi ukuran perusahaan dalam model penelitian yang dibangun.

Struktur modal dipengaruhi oleh berbagai macam faktor, antara lain oleh struktur aktiva (Lipson & Mortal, 2009; Campello & Giambona, 2011; Olakunle & Oni, 2014; Desliniati & Sundinman, 2016; Nasution, Siregar & Panggabean, 2017; Situmorang & Simanjuntak, 2018; Anggraeny & Robiyanto, 2020; Pardanawati, 2021; serta Triherawati & Nusraningrum, 2021); pertumbuhan perusahaan (Desliniati & Sundinman, 2016; Situmorang & Simanjuntak, 2018; serta Anggraeny & Robiyanto, 2020); ukuran perusahaan (Karadeniz et al, 2011; Korallun-Bereznicka, 2013; Anggraeny & Robiyanto, 2020; serta Pardanawati, 2021); likuiditas (Sharma & Paul, 2015; Ghazemi & Abdul-Razak, 2016; serta Pardanawati, 2021); dan profitabilitas (Nasution, Siregar & Panggabean, 2017; Situmorang & Simanjuntak, 2018; Anggraeny & Robiyanto, 2020; serta Triherawati & Nusraningrum, 2021). Kelima variabel ini adalah yang paling menentukan struktur modal perusahaan sehingga dipakai dalam penelitian ini.

KAJIAN LITERATUR

Struktur Modal

Menurut Gitman (2006), struktur modal adalah kombinasi dari hutang jangka panjang dan ekuitas dalam struktur keuangan suatu perusahaan. Menurut Sjahrial (2014), struktur modal adalah keseimbangan antara penggunaan modal utang meliputi: utang jangka pendek permanen, utang jangka panjang dan ekuitas meliputi; saham preferen dan saham biasa. Menurut Wisnu (2015), struktur modal adalah kombinasi atau campuran dari semua item yang berada di sebelah kanan neraca perusahaan. Struktur keuangan perusahaan tercermin di sisi kanan neraca, termasuk utang jangka pendek, utang jangka panjang, dan ekuitas. Sedangkan struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan yang lebih mementingkan modal jangka panjang dan permanen. Kondisi untuk kombinasi yang efisien dari hutang jangka panjang dan ekuitas disebut struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal akan mempengaruhi nilai usaha. Dengan mengoptimalkan struktur modal, biaya modal akan lebih rendah, sehingga nilai perusahaan akan meningkat (Atansil & Ernawati, 2012).

Menurut Astuti & Ritonga (2014), berikut ini beberapa teori struktur modal yang berkembang menurut para ahli, yaitu:

1. Modigliani-Miller (MM) *Theory*
2. *Trade off Theory*
3. *Pecking Order Theory*

Determinan Struktur Modal

Menurut Kamaludin & Indriani (2012), faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal antara lain stabilitas penjualan, struktur aktiva, leverage operasi,

*corresponding authors e-mail : andidennyandree@gmail.com

tingkat pertumbuhan, profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan lembaga penilai peringkat, risiko bisnis, dan fleksibilitas keuangan. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal yang digunakan dalam penelitian ini diantaranya ialah struktur aktiva, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, likuiditas, dan profitabilitas.

1. Struktur Aktiva

Struktur aktiva (FAR) adalah keseimbangan atau perbandingan antara aset tetap dan total aset. Struktur aktiva meliputi aset tetap, aset tidak berwujud, aset lancar dan aset jangka panjang (Maidah & Fuadati, 2016). Struktur aktiva adalah sumber yang paling banyak diterima untuk pinjaman bank dan hutang yang dijamin karena dapat digunakan sebagai jaminan, mengurangi risiko bagi pemberi pinjaman. Dengan kata lain, struktur aktiva suatu perusahaan memegang peranan penting dalam menentukan struktur modal perusahaan. Semakin tinggi struktur aktiva perusahaan, maka semakin tinggi pula kemampuan perusahaan untuk mengamankan hutang jangka panjang dan sebaliknya (Chandra, 2012). Adapun pengukuran struktur aktiva menggunakan rumus sebagai berikut (Brigham & Houston, 2011):

$$FAR = \frac{\text{Total fixed asset}}{\text{Total asset}}$$

H1. Struktur aktiva berpengaruh positif terhadap struktur modal

2. Pertumbuhan Perusahaan

Astuti & Ritonga (2014) mendefinisikan pertumbuhan sebagai perubahan tahunan dalam total aset. Untuk bisnis, pertumbuhan atau peluang investasi akan meningkatkan kebutuhan modal. Artinya selain modal internal yang tersedia, diperlukan tambahan modal dari luar perusahaan, termasuk utang. Perusahaan yang sedang dalam fase pertumbuhan akan membutuhkan modal yang cukup besar (Astuti & Ritonga, 2014). Bisnis perusahaan berkembang pesat, modal internal semakin kurang, sehingga kebutuhan akan hutang akan semakin meningkat. Ini berarti bahwa semakin cepat perusahaan tumbuh, semakin banyak insentif yang harus diambil untuk mengambil lebih banyak hutang. Pertumbuhan perusahaan merupakan rasio antara total aset sekarang (t) dikurangi dengan total aset sebelumnya (t-1) dibagi dengan total aset periode sebelumnya (t-1). Secara sistematis dapat diformulasikan sebagai berikut (Weston & Copeland, 2008):

$$\text{Pertumbuhan} = \frac{TA_t - TA_{t-1}}{TA_{t-1}}$$

Keterangan:

TA_t = total asset periode saat ini

TA_{t-1} = total asset periode sebelumnya

H2. Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal

3. Kesulitan Keuangan (*financial distress*)

Financial distress menurut Ross, Westerfield, & Jeff (2013) adalah situasi di mana arus kas operasional perusahaan tidak mencukupi untuk memenuhi kewajiban lancar perusahaan, antara lain hutang jangka pendek dan bunga, dan perusahaan dipaksa untuk mengambil tindakan perbaikan. Kondisi kesulitan keuangan perusahaan menggambarkan resiko bisnis, yang merupakan indikator ketidakstabilan harga saham dan return saham yang diterima oleh pemegang saham.

Menurut Hanafi (2008), penyebab terjadinya kesulitan keuangan cukup beragam, dan beberapa penyebab utama antara manajemen yang tidak kompeten (menyumbangkan 40,7% kejadian kesulitan keuangan perusahaan), pengalaman yang tidak seimbang antar fungsi dalam perusahaan (22,3%), kekurangan pengalaman operasional (15,7%), dan kekurangan pengalaman manajerial (15,6%).

*corresponding authors e-mail : andidennyandree@gmail.com

Online ISSN: 2721-4230 | Print ISSN: 2721-4281

DOI : <http://dx.doi.org/10.26418/ejme.v11i01.58527>

Kesulitan keuangan secara nyata akan memberikan dampak penilaian buruk terhadap kinerja manajemen perusahaan, banyaknya pegawai penting yang keluar, kemungkinan penurunan upah, pemasok menolak untuk memberikan bahan baku, dan kreditur tidak mau memberikan pinjaman (Muhammadiyah, 2017).

Pada umumnya, kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan semakin meningkat dengan meningkatnya penggunaan utang. Dengan penggunaan utang yang semakin besar, maka akan menyebabkan beban biaya bunga juga meningkat, dan akhirnya menyebabkan penurunan ketersediaan kas perusahaan (Sjahrial, 2014). Mengacu pada penelitian Palepu *et al.* (2020), pengukuran kesulitan keuangan perusahaan dilakukan dengan model Altman Z-score. Jika $Z > 2,99$ maka perusahaan dinyatakan sehat, jika $Z < 1,81$ maka perusahaan berpotensi bangkrut, namun jika Z-Score diantara 1,81 - 2,99 perusahaan berada pada kondisi abu-abu (*grey area*). Secara matematis, rumus yang digunakan dalam model ini adalah (Palepu *et al.*, 2020):

$$Z = 1,2X1 + 1,4X2 + 3,3X3 + 0,6X4 + 1,0X5$$

Keterangan:

X1 = Rasio Modal Kerja terhadap Total Aktiva

X2 = Rasio Laba Ditahan terhadap Total Aktiva

X3 = Rasio EBIT terhadap Total Aktiva

X4 = Nilai Pasar Ekuitas terhadap Nilai Buku Hutang

X5 = Penjualan terhadap Total Aktiva

H3. Kesulitan keuangan berpengaruh positif terhadap struktur modal

4. Profitabilitas

Profitabilitas perusahaan pada tahun sebelumnya merupakan dasar penting untuk menentukan struktur modal tahun yang akan datang. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan memiliki laba ditahan yang besar, sehingga perusahaan cenderung lebih memilih memilih menggunakan laba ditahan sebelum menggunakan utang sebagai pembiayaan investasi (Kamaludin & Indriani, 2012). Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk menghasilkan laba dengan menggunakan sumber daya yang dimilikinya, seperti aset, modal, atau penjualan perusahaan (Sudana, 2015).

Penilaian profitabilitas diperlukan oleh perusahaan untuk menentukan seberapa baik aktivitas bisnis dilaksanakan untuk mencapai tujuan strategis perusahaan, mengeliminasi hal-hal yang mengganggu produktivitas perusahaan, dan menyajikan informasi tepat waktu untuk penyempurnaan secara berkesinambungan. Penilaian profitabilitas dilakukan dengan menggunakan rasio profitabilitas. *Return on Asset* (ROA) merupakan salah satu rasio yang digunakan dalam mengukur profitabilitas. ROA merupakan pengukuran kemampuan perusahaan secara keseluruhan di dalam menghasilkan keuntungan (profit) dengan jumlah keseluruhan aktiva yang tersedia di dalam perusahaan (Maidah & Fuadati, 2016). Semakin tinggi rasio ini berarti semakin baik keadaan suatu perusahaan. Pengukuran ini akan menunjukkan seberapa besar laba yang dapat dihasilkan oleh total aset. Secara matematis, pengukuran profitabilitas perusahaan menggunakan ROA dapat diformulasikan sebagai berikut (Brigham & Houston, 2011):

$$ROA = \frac{\text{net income}}{\text{total asset}}$$

H4. Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal

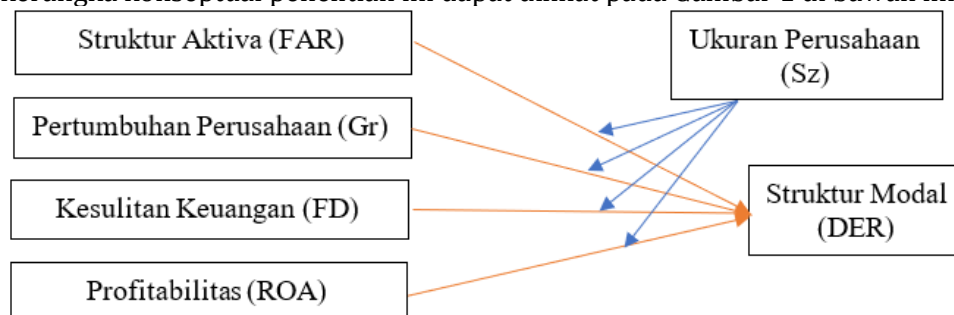
5. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan mencerminkan kemampuan perusahaan untuk menjual produk atau jasa dan jumlah pekerja yang dimilikinya, yang dapat dianggap sebagai total aset perusahaan (Sawitri & Lestari, 2015). Perusahaan besar lebih mudah memperoleh tambahan modal dari pasar modal daripada perusahaan kecil. Semakin besar ukuran atau skala usaha, semakin mudah untuk memperoleh pendanaan baik secara internal maupun eksternal. Saat mengambil keputusan investasi, investor menganggap perusahaan besar relatif stabil dan mampu menghasilkan pengembalian yang lebih besar daripada yang lebih kecil (Kusuma, Cipta & Suwendra, 2016). Penelitian ukuran perusahaan dapat menggunakan tolok ukur aset. Karena total aset perusahaan bernilai besar maka hal ini dapat disederhanakan dengan mentransformasikan ke dalam logaritma natural sehingga dalam penelitian ini ukuran perusahaan diformulasikan sebagai berikut (Jogiyanto, 2007):

$$\text{Ukuran} = \ln(\text{total asset})$$

H5. Ukuran perusahaan berperan sebagai moderasi dalam memperkuat pengaruh antara struktur aktiva, pertumbuhan, kesulitan keuangan, dan profitabilitas terhadap struktur modal.

Berdasarkan hipotesis-hipotesis yang sudah dikembangkan di atas, maka kerangka konseptual penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 1 di bawah ini.



Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian

METODE PENELITIAN

Metode penelitian kuantitatif yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian asosiatif kausal. Menurut Sugiyono (2017), penelitian asosiatif adalah penelitian tentang adanya hubungan antar variabel dalam populasi yang akan diuji melalui hubungan antar variabel dalam sampel yang diambil dari populasi tersebut. Penelitian ini menganalisis hubungan tersebut untuk menguji pengaruh struktur aktiva, pertumbuhan perusahaan, kesulitan keuangan, profitabilitas terhadap struktur modal dengan ukuran perusahaan sebagai pemoderasi

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia hingga Desember 2021. Penentuan sampel dilakukan dengan teknik *purposive sampling* dengan kriteria sampel yaitu perusahaan sektor properti dan *real estate* yang sudah terdaftar di BEI sebelum tahun 2016, mempublikasikan laporan keuangan dengan lengkap pada periode tahun 2016 hingga 2020. Dari total 65 perusahaan properti dan *real estate* sebagai populasi, didapatkan hanya 42 perusahaan saja yang menjadi sampel penelitian ini yang memenuhi kriteria sampel.

Data dalam penelitian ini diambil dari perusahaan properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data yang digunakan dalam penelitian dari tahun 2016 hingga tahun 2020 diperoleh melalui website www.idx.co.id dan website

*corresponding authors e-mail : andidennyandree@gmail.com

masing-masing perusahaan. Data penelitian ini tergolong data panel yaitu gabungan antara dua data *time series* dan *cross section*. Oleh karena itu, metode analisis data yang digunakan dalam penelitian kuantitatif ini adalah metode matematis dan statistik berupa analisis data panel. Pengujian peran variabel moderasi dilakukan dengan regresi moderasi. Rumusan analisis regresi data panel secara sistematis adalah sebagai berikut:

$$DER_{it} = \alpha + \beta_1.FAR_{it} + \beta_2.Gr_{it} + \beta_3.FD_{it} + \beta_4.ROA_{it} + \beta_5.Sz_{it} + e_{it} \text{ (persamaan 1)}$$

$$DER_{it} = \alpha + \beta_1.FAR_{it} + \beta_2.Gr_{it} + \beta_3.FD_{it} + \beta_4.ROA_{it} + \beta_5.Sz_{it} + \beta_6.(FAR_{it}*sz_{it}) + \beta_7.(Gr_{it}*Sz_{it}) + \beta_8.(FD_{it}*Sz_{it}) + \beta_9.(ROA_{it}*Sz_{it}) + e_{it} \text{ (persamaan 2)}$$

Keterangan:

DER = struktur modal, yang diukur menggunakan rasio DER

α = konstanta

$\beta_1 - \beta_9$ = koefisien regresi dari variabel independen ke variabel dependen

FAR = struktur aktiva, yang diukur menggunakan rasio FAR

Gr = pertumbuhan perusahaan

FD = kesulitan keuangan, yang diukur menggunakan *Altman Z-score*

ROA = profitabilitas, yang diukur menggunakan rasio DAR

Sz = ukuran perusahaan

e = *error* dalam penelitian

PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Hasil pengujian statistik deskriptif terhadap variabel-variabel penelitian dengan sampel sebanyak 210 dari 5 tahun penelitian terangkum pada Tabel 1.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variabel	Mean	Median	Maksimum	Minimum	Std. Dev
DER	0.7739	0.5707	5.7600	0.0249	0.7704
FAR	0.6084	0.6274	0.9893	0.0987	0.2326
Gr	0.1084	0.0457	4.2448	-0.3103	0.3505
FD	15.049	10.1079	154.3940	-7.3772	20.3673
ROA	0.0299	0.0259	0.3592	-0.3751	0.0675
Ln Sz	29.2667	29.4842	31.739	25.6812	1.3300

Sumber: Data olahan menggunakan Eviews 12 (2022).

Dari Tabel 1 di atas, dapat dilihat bahwa nilai rata-rata (mean) DER sebesar 77,39 persen. Nilai maksimum DER sebesar 576,00 persen yang dimiliki oleh Binakarya Jaya Abadi Tbk pada tahun 2020. Sedangkan nilai minimum DER sebesar 2,49 persen dimiliki oleh Eureka Prima Jakarta Tbk tahun 2019. Standar deviasi DER sebesar 77,04 persen lebih kecil daripada nilai rata-rata yang berarti data variabel DER memiliki tingkat sebaran yang rendah.

Nilai rata-rata FAR sebesar 60,84 persen. Nilai maksimum FAR sebesar 98,93 persen yang dimiliki oleh Sitara Propertindo Tbk tahun 2020. Sedangkan nilai minimum FAR sebesar 9,87 persen dimiliki oleh Eureka Prima Jakarta Tbk tahun 2020. Standar deviasi DAR sebesar 23,26 persen lebih kecil daripada nilai rata-rata yang berarti data variabel FAR memiliki tingkat sebaran yang rendah.

Nilai rata-rata pertumbuhan sebesar 10,84 persen. Nilai maksimum pertumbuhan perusahaan sebesar 424,48 persen yang dimiliki oleh Bakrieland Development Tbk tahun 2016. Sedangkan nilai minimum pertumbuhan perusahaan sebesar minus 31,03 persen dimiliki oleh Lippo Cikarang Tbk tahun 2018. Standar deviasi pertumbuhan perusahaan sebesar 35,05 persen lebih besar daripada nilai

rata-rata yang berarti data variabel pertumbuhan perusahaan memiliki tingkat sebaran yang tinggi.

Nilai rata-rata *altman z-score* sebesar 15,04. Nilai maksimum *altman z-score* sebesar 154,39 yang dimiliki oleh Sitara Propertindo Tbk tahun 2020. Sedangkan nilai minimum *altman z-score* sebesar minus 7,37 dimiliki oleh Modernland Realty Tbk tahun 2020. Standar deviasi *altman z-score* sebesar 20,36 lebih besar daripada nilai rata-rata yang berarti data variabel kesulitan keuangan memiliki tingkat sebaran yang tinggi.

Nilai rata-rata ROA sebesar 2,99 persen. Nilai maksimum ROA sebesar 35,92 persen yang dimiliki oleh Fortune Mate Indonesia Tbk tahun 2016. Sedangkan nilai minimum ROA sebesar minus 37,51 persen dimiliki oleh Lippo Cikarang Tbk tahun 2020. Standar deviasi ROA sebesar 6,75 persen lebih besar daripada nilai rata-rata yang berarti data variabel profitabilitas perusahaan memiliki tingkat sebaran yang tinggi.

Nilai rata-rata ukuran perusahaan sebesar 29,26 kali. Nilai maksimum ukuran perusahaan sebesar 31,73 kali (Rp54.540.978.397.964) yang dimiliki oleh Bumi Serpong Damai Tbk tahun 2020. Sedangkan nilai minimum ukuran perusahaan sebesar 25,68 kali (Rp143.136.436.717) dimiliki oleh Bekasi Asri Pemula Tbk tahun 2020. Standar deviasi ukuran perusahaan sebesar 1,33 kali lebih kecil daripada nilai rata-rata yang berarti data variabel ukuran perusahaan memiliki tingkat sebaran yang rendah.

Uji Asumsi Klasik

Menurut Gujarati & Porter (2009), Generalized Least Square (GLS) merupakan persamaan yang memenuhi asumsi klasik. Dalam Eviews, model estimasi yang menggunakan model GLS hanya random effect model, sedangkan common effect model dan fixed effect model menggunakan model Ordinary Least Square (OLS). Berdasarkan hasil pemilihan model yang telah dilakukan, random effect model menjadi rekomendasi model paling tepat untuk kedua model regresi pada penelitian ini. Sehingga dapat disimpulkan bahwa persamaan regresi pada penelitian ini tidak memerlukan uji asumsi klasik..

Tabel 2. Hasil Regresi Model Penelitian

Variabel	Model 1	Model 2
C	-0.7816 (0.6916)	-14.5847 (0.0019)
FAR	-1.2657 (0.0001)	18.5113 (0.0089)
Gr	-0.0073 (0.9329)	3.8263 (0.1776)
FD	-0.0093 (0.0011)	0.1566 (0.0249)
ROA	-0.8041 (0.1100)	0.9198 (0.9362)
Sz	0.0851 (0.2049)	0.5643 (0.0005)

*corresponding authors e-mail : andidennyandrree@gmail.com

Variabel	Model 1	Model 2
FAR*Sz		-0.6848 (0.0051)
Gr*Sz		-0.1286 (0.1737)
FD*Sz		-0.0058 (0.0176)
ROA*Sz		-0.0556 (0.8866)
R ²	0.1370	0.1933
Adjusted R ²	0.1158	0.1570
F-statistic Prob. F-statistic	6.4779 (0.0000)	5.3274 (0.0000)

Sumber: Data olahan menggunakan Eviews 12 (2022).

Analisis Regresi Model Penelitian

Tabel 2 menyajikan hasil pengujian regresi untuk kedua model yang diuji dalam riset ini. Model-1 menguji pengaruh seluruh variabel dependen (struktur aktiva, pertumbuhan, kesulitan keuangan, dan profitabilitas) terhadap struktur modal sebagai variabel dependen. Model-2 menguji efek interaksi ukuran perusahaan seluruh variabel independent terhadap variabel dependen.

Hasil pengujian model-1 pada Tabel 2 di bawah menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Sementara variabel struktur aktiva dan kesulitan keuangan berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal pada signifikansi satu persen.

Model riset juga memiliki *goodness of fit test* yang sangat baik dengan tingkat signifikansi satu persen pada uji-F nya. Selain itu, dari sisi koefisien determinasi, hasil pengujian juga mendukung uji-F di mana nilai Adj-R² berada pada 11,58 persen (11,58%).

Struktur aktiva yang diukur menggunakan rasio FAR memberikan pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Hasil ini menjelaskan bahwa semakin tinggi struktur aktiva yang dimiliki perusahaan, maka struktur modal perusahaan akan menjadi semakin rendah. Struktur aktiva merupakan rasio perbandingan antara asset tetap terhadap total asset perusahaan. Rasio DER merupakan rasio total hutang terhadap total ekuitas perusahaan. Semakin tinggi struktur ekuitas perusahaan berarti perusahaan memiliki komposisi asset tetap yang lebih tinggi dibandingkan asset lancar.

Perusahaan yang memiliki asset tetap semakin banyak dibandingkan dengan asset lancarnya, akan memberikan jaminan yang lebih baik sehingga mengurangi resiko pemberi pinjaman, sehingga rasio DER perusahaan akan menurun. Tingginya nilai asset tetap juga memberikan perusahaan keleluasaan dalam menjaga likuiditas perusahaan sekaligus menunjukkan kekayaan perusahaan. Dalam kondisi yang demikian, meskipun perusahaan menambah hutang, namun besarnya jumlah asset tetap yang dimiliki perusahaan membuat rasio DER perusahaan tetap akan kecil.

*corresponding authors e-mail : andidennyandree@gmail.com

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian-penelitian terdahulu yang menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan antara struktur aktiva terhadap struktur modal, antara lain penelitian Lipson & Mortal (2009), Campello & Giambona (2011), Desliniati & Sundinman (2016), Nasution, Siregar & Panggabean (2017), Pardanawati (2021), serta Triherawati & Nusraningrum (2021). Namun demikian, hasil penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Olakunle & Oni (2014), Situmorang & Simanjuntak (2018), serta Anggraeny & Robiyanto (2020) yang menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan yang signifikan antara struktur aktiva terhadap struktur modal.

Pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan yang diukur dengan rasio DER. Hasil ini menjelaskan bahwa perubahan pada pertumbuhan perusahaan tidak mempengaruhi perubahan struktur modal perusahaan properti dan real estate di Indonesia. Hal ini dimungkinkan karena pertumbuhan perusahaan diukur menggunakan pertumbuhan aset perusahaan. Pertumbuhan aset perusahaan yang tidak disertai dengan pertumbuhan laba perusahaan tentunya tidak membuat perusahaan memerlukan modal tambahan dari pihak eksternal perusahaan dalam mengembangkan bisnisnya. Hasil penelitian ini sekaligus menggambarkan bahwa perusahaan sektor properti dan real estate di Indonesia cenderung memanfaatkan aset yang dimilikinya untuk operasional perusahaan. Hal inilah yang memang menjadi keunikan industri sektor properti dan real estate, di mana aset tetap perusahaan berupa tanah justru merupakan modal kerja utama bagi perusahaan di sektor ini.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya oleh Desliniati & Sundinman (2016), dan Anggraeny & Robiyanto (2020) yang menunjukkan bahwa secara parsial pertumbuhan perusahaan berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal, meskipun secara simultan dengan variabel lainnya berpengaruh signifikan terhadap struktur modal. Namun, penelitian Situmorang & Simanjuntak (2018) yang menunjukkan adanya pengaruh signifikan antara pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal baik secara parsial maupun secara simultan bersamaan dengan variabel lainnya justru bertolak belakang dengan hasil penelitian ini. Hasil yang berbeda ini dimungkinkan karena objek penelitian penelitian Situmorang & Simanjuntak (2018) adalah industri sektor manufaktur yang memang mengolah dan menghasilkan produk, sehingga pertumbuhan aset perusahaan membutuhkan tambahan modal dari pihak eksternal perusahaan, misalkan dalam bentuk penambahan lini produksi baru, atau pembelian mesin produksi baru.

Kesulitan keuangan (*financial distress*) yang diukur dengan Altman Z-score memberikan pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan yang diukur dengan rasio DER. Hasil ini menjelaskan bahwa semakin tinggi nilai Altman Z-score yang dimiliki perusahaan, maka struktur modal perusahaan akan menjadi semakin rendah. Mengacu pada Palepu *et al.* (2020), jika $Z > 2,99$ maka perusahaan dinyatakan sehat, jika $Z < 1,81$ maka perusahaan berpotensi bangkrut, namun jika Z-Score diantara 1,81 - 2,99 perusahaan berada pada kondisi abu-abu (grey area). Pengaruh negatif dari kesulitan keuangan terhadap struktur modal dapat diartikan bahwa semakin tinggi nilai Z, yang berarti perusahaan semakin kecil kemungkinan mengalami kesulitan keuangan, maka rasio DER perusahaan tersebut kecil, yang menggambarkan perusahaan masih mampu beroperasi dengan normal menggunakan modal dari pihak internal perusahaan.

Kesulitan keuangan terjadi pada saat perusahaan tidak mampu membayar kewajiban keuangan yang sudah jatuh tempo. Kondisi kesulitan keuangan

*corresponding authors e-mail : andidennyandree@gmail.com

Online ISSN: 2721-4230 | Print ISSN: 2721-4281

DOI : <http://dx.doi.org/10.26418/ejme.v11i01.58527>

perusahaan menggambarkan resiko bisnis yang dialami perusahaan. Kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan semakin meningkat dengan meningkatnya penggunaan utang. Dengan penggunaan utang yang semakin besar, maka akan menyebabkan beban biaya bunga juga meningkat, dan akhirnya menyebabkan penurunan ketersediaan kas perusahaan.

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya oleh Yusuf & Kurniawan (2019) pada perusahaan sub-sektor logam, dan penelitian Muhammadiyah (2017) pada perusahaan sub-sektor otomotif. Kedua penelitian tersebut mengungkapkan bahwa *financial distress* tidak berpengaruh signifikan secara parsial terhadap struktur modal, baik secara parsial maupun secara simultan. Namun dengan keunikan yang dimiliki oleh industri properti dan *real estate*, di mana kepemilikan asset tetap berupa tanah sebagai modal internal perusahaan yang sangat besar, maka wajarlah kesulitan keuangan yang dialami oleh perusahaan industri properti dan *real estate* akan langsung berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Profitabilitas yang diukur dengan rasio ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap struktur modal perusahaan yang diukur dengan rasio DER. Hasil ini menjelaskan bahwa perubahan pada profitabilitas perusahaan tidak mempengaruhi perubahan struktur modal perusahaan properti dan real estate di Indonesia.

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dengan menggunakan sumber-sumber yang dimiliki perusahaan, terutama asset. Kemampuan mencetak laba yang tinggi tentunya akan memberikan laba yang lebih tinggi kepada perusahaan. Berdasarkan Pecking Order Theory, perusahaan lebih menyukai pendanaan menggunakan laba perusahaan, dibandingkan dengan pendanaan dari pihak eksternal perusahaan. Namun ternyata perubahan profitabilitas tidak mendorong manajemen perusahaan untuk mengambil keputusan perubahan terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini dimungkinkan karena perusahaan telah menetapkan struktur modalnya berdasarkan besarnya manfaat (return) dan pengorbanan (biaya modal) yang dihasilkan dari penggunaan hutang untuk mendukung operasional perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Triherawati & Nusraningrum (2021) yang menemukan pengaruh yang tidak signifikan antara profitabilitas terhadap struktur modal. Namun bertolak belakang dengan hasil penelitian Nasution, Siregar & Panggabean (2017), Situmorang & Simanjuntak (2018), dan Anggraeny & Robiyanto (2020), di mana objek penelitian dari ketiga penelitian ini adalah perusahaan sektor manufaktur.

Ukuran perusahaan bertindak sebagai moderasi murni yang melemahkan pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang semakin besar semakin banyak memiliki asset yang dapat dijadikan sumber laba perusahaan. Jenis asset yang dimiliki perusahaan, baik berupa harta lancar maupun harta tetap, memungkinkan perusahaan untuk tetap beroperasi dengan baik dengan terlebih dahulu menggunakan sumber pendanaan internal dalam struktur modalnya, sehingga ukuran perusahaan melemahkan pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis moderasi juga menunjukkan bahwa ukuran perusahaan bertindak sebagai moderasi murni yang memoderasi negatif pengaruh kesulitan keuangan terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang semakin besar semakin mampu untuk membiayai permodalan perusahaan menggunakan dana internal perusahaan sehingga ukuran

*corresponding authors e-mail : andidennyandree@gmail.com

perusahaan melemahkan pengaruh kesulitan keuangan terhadap struktur modal perusahaan.

Namun hasil pengujian hipotesis moderasi menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak memoderasi dan hanya bertindak sebagai moderasi potensial pada pengaruh pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan properti dan real estate di Indonesia cenderung mengambil keputusan pendanaan perusahaan dengan menyesuaikan keadaan perusahaan dan kondisi eksternal perusahaan berapapun besarnya perusahaan tersebut. Walaupun perusahaan berukuran besar dengan prospek yang dianggap bagus untuk mendapatkan pinjaman, namun manajemen lebih mendahulukan pendanaan menggunakan sumber dana internal perusahaan terlebih dahulu karena lebih murah.

Hasil penelitian ini mendukung sekaligus bertolak belakang dengan hasil penelitian Fitriyanto & Haryono (2020), di mana Fitriyanto & Haryono (2020) mengungkapkan hasil yang bertolak belakang dengan adanya peran moderasi ukuran perusahaan terhadap hubungan antara struktur aktiva terhadap struktur modal. Namun penelitian ini menunjukkan hasil yang sama karena Fitriyanto & Haryono (2020) juga mengungkapkan bahwa ukuran perusahaan tidak memoderasi hubungan antara pertumbuhan dan profitabilitas perusahaan terhadap struktur modal. Penelitian ini juga menunjukkan hasil yang bertolak belakang dengan penelitian Christie & Fuad (2015) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan memoderasi hubungan antara seluruh variabel independen, yaitu profitabilitas, struktur aktiva, kesulitan keuangan, pertumbuhan, dan non-debt tax shield terhadap struktur modal.

KESIMPULAN

Berdasarkan analisis data secara statistik dan pembahasan mengenai determinan struktur modal perusahaan properti dan *real estate* di Bursa Efek Indonesia tahun 2016 hingga 2020, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa secara parsial, hanya struktur aktiva dan kesulitan keuangan (pada signifikansi 1 persen) yang berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan pertumbuhan dan umur perusahaan tidak terbukti secara statistik memiliki pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal. Ukuran perusahaan dapat menjadi pemoderasi yang baik dalam model penelitian yang dibangun, bahkan memperlemah pengaruh struktur aktiva dan kesulitan keuangan terhadap struktur modal.

Keterbatasan penelitian ini adalah hanya mengamati sektor properti dan *real estate*, sehingga hasil penelitian ini terbatas dan kurang mampu untuk digeneralisasikan dengan kasus-kasus pada perusahaan sektor lain di Bursa Efek Indonesia. Periode penelitian hanya terbatas pada tahun 2016 hingga 2020, sehingga kurang optimal dan tidak dapat menangkap penyebab perubahan struktur modal perusahaan.

Peneliti menyarankan penelitian berikutnya untuk menambahkan variabel independen lainnya yang juga sudah terbukti secara empiris mempengaruhi struktur modal perusahaan. Selain itu, penelitian selanjutnya dapat memperpanjang periode penelitian untuk memperoleh konsistensi pengaruh dalam jangka waktu yang lebih panjang. Peneliti selanjutnya juga dapat melakukan penelitian dengan model yang sama terhadap industri lainnya, ataupun melakukan uji perbandingan terhadap industri properti dan *real estate* di negara berkembang maupun negara Kawasan Asia Tenggara lainnya.

REFERENSI

- Anggraeny, W. & Robiyanto. (2020). The Role of Growth Opportunity and Internal Factor Toward Capital Structure of Manufacturing Company Member in Jakarta Islamic Index. *International Journal of Social Science and Business*, 4(3), 363-371.
- Astuti, R. A., & Ritonga, K. (2014). Pengaruh Pertumbuhan Aset, Profitabilitas dan Pertumbuhan Penjualan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan *Real estate* dan Properti yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2012. *JOM FEKON*, 1(2), 1-15.
- Atansil, L., & Ernawati, E. (2012). Studi Eksistensi Dynamic Trade-Off Capital Structure Pada Perusahaan Non-Finansial di BEI Periode 2002-2009. *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*, (3), 142.
- Brigham, E., & Houston, J. F. (2011). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesebelas. Jakarta: Salemba Empat.
- Campello, M., & Giambona, E. (2011). Capital Structure and the Redeployability of Tangible Assets, *Tinbergen Institute Discussion Paper*, 11, 1-27.
- Chandra, T. (2012). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Properti dan *Real estate* di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan*, 18(4), 507-523.
- Christie, Y., & Fuad. (2015). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal, Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris Pada Perusahaan Properti dan *Real estate* Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia untuk Tahun 2010-2013). *Diponegoro Journal of Accounting*, 4(2), 1-9.
- Desliniati, N., & Sundiman, D. (2016). Effect of the Assets Structure, Growth Opportunity, and Systematic Risk on Capital Structure and Capital Structure Effect on Company Value. *Journal of Management and Business*, 15(1), 1-9.
- Fitriyanto, N., & Haryono, S. (2020). Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal Dengan Ukuran Perusahaan Sebagai Variabel Moderasi, *Competitive Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 4(2), 39-54.
- Gitman, J. L. (2018). *Principles of Managerial Finance*, 15th Edition. New York: Pearson.
- Gujarati, D., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometric 5th Edition*. New York: McGraw-Hill.
- Jogiyanto. (2007). *Sistem Informasi Keperilakuan*. Edisi Revisi. Yogyakarta: Andi Offset.
- Kamaludin, & Indriani, R. (2012). *Manajemen Keuangan: Konsep Dasar dan Penerapannya*. Bandung: CV. Mandar Maju.
- Karadeniz, E., Kandir, S.Y., Iskenderoglu, O., & Onal, Y.B. (2011). Firm Size and Capital Structure Decisions: Evidence from Turkish Lodging Companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 1(1), 1-11.
- Koralun-Berežnicka, J. (2013). How Does Asset Structure Correlate with Capital Structure? – Cross-Industry and Cross-Size Analysis of the EU Countries. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 1(1), 19-28.
- Kusuma, W. I., Cipta, W., & Suwendra, I. (2016). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Penjualan, dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur. *E-Journal Bisma Universitas Pendidikan Ganesha Jurusan Manajemen*, 4.

- Maidah, I., & Fuadati, S. R. (2016). Profitabilitas, Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Perdagangan di BEI. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, 5(7), 1-20.
- Muhammadinah. (2017). Pengaruh Cost of Financial Distress, dan Non-Debt Tax Shield Terhadap Struktur Modal Perusahaan Sub Sektor Otomotif Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2014-2016. *Jurnal I-Finance*, 1(1), 67-84.
- Nasution, A.A., Siregar, I., & Panggabean, R. (2017). The Effect of Profitability, Asset Tangibility, Corporate Tax, Non-debt Tax Shield and Inflation upon the Financial Capital Structure of the Manufacturing Companies listed on the Indonesian Stock Exchange. *11th International Conference on Business and Management Research (ICBMR 2017)*, 36, 65-74.
- Olakunle, A.O., & Oni, E.O. (2014). Assessing the Impact of Asset Tangibility on Capital Structure: Choice for Listed Firms in Nigeria. *Journal of Applied Economics and Business*, 2(3), 5-20.
- Palepu, K.G., Healy, P.M., Wright, S., Bradbury, M., & Coulton, J. (2020). *Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements*. Melbourne: Cengage Australia.
- Pardanawati, S.L. (2021). The Effect of Liquidity, Company Size, and Asset Structure on Structure Trading Company Capital in the IDX. *International Journal of Economics, Business and Accounting Research (IJEBAR)*, 5(2), 510-519.
- Riyanto, B. (2011). *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi Keempat. Yogyakarta: BPFE.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., & Jeff, J. (2013). *Corporate Finance*. Tenth Edition. New York: McGraw-Hill
- Sawitri, N. Y., & Lestari, P. V. (2015). Pengaruh Risiko Bisnis Ukuran Perusahaan dan Pertumbuhan Penjualan terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 4(5), 1238-1251.
- Situmorang, C.V., & Simanjuntak, A. (2018). The Influence of Profitability, Asset Tangibility, Growth, and Non-Debt Tax Shield on Capital Structure in Manufacture Companies Listed in Indonesian Stock Exchange. *Proceedings of the 1st Unimed International Conference on Economics Education and Social Science (UNICEES 2018)*, 1282-1288.
- Sjahrial, D. (2014). *Manajemen Keuangan Lanjutan*. Jakarta: Mitra Wacana.
- Sudana, I. M. (2015). *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Edisi Kedua. Jakarta: Erlangga.
- Sugiyono. (2017). *Statistika untuk Penelitian*. Bandung: Alfabeta.
- Triherawati, D., & Nusraningrum, D. (2021). Study of The Effect of Return on Asset, Tangibility and Business Risk on Capital Structure. *International Humanities and Applied Sciences Journal*, 4(1), 55-63.
- Weston, J. F., & Copeland, T. E. (2008). *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Binarupa Aksara.
- Wisnu, A. S. (2015). *Analisis Pengujian Pecking Order Theory Melalui Keterkaitan Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal Terhadap Financial Leverage*. Tangerang Selatan: Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah Jakarta.
- Yusuf, M., & Kurniawan, A. (2019). Pengaruh Non-Debt Tax Shield Dan Cost Of Financial Distress Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Sub Sektor Logam Dan Sejenisnya Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2013-2017. *Neraca: Jurnal Akuntansi Terapan*, 1(1), 55-73.