

DETERMINAN STRUKTUR MODAL: ANALISIS SEBELUM DAN PADA MASA COVID-19

Rosalia Elsa Dwiyanti¹, Jesica Handoko²

Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya^{1,2}

²Corresponding author: jesica@ukwms.ac.id

INFORMASI ARTIKEL

Article history:

Dikirim tanggal: 2/01/2023

Revisi pertama tanggal: 16/04/2023

Diterima tanggal: 10/08/2023

Tersedia online tanggal: 28/12/2023

ABSTRAK

Perusahaan harus dapat mengombinasikan struktur modalnya melalui pendanaan internal dan eksternal agar mampu memaksimalkan nilai perusahaan dengan meminimalkan biaya. Penelitian ini bertujuan menguji faktor struktur kepemilikan, struktur aset, dan likuiditas terhadap struktur modal, serta menguji perbedaan pengaruh sebelum dan pada masa pandemi Covid-19. Penelitian ini menggunakan desain kuantitatif dengan analisis regresi linear berganda. Pengujian dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2021 dengan sampel sebanyak 447 data dengan distribusi 228 data tahun 2018-2019 dan 219 data tahun 2020-2021. Hasil penelitian membuktikan bahwa kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap struktur modal, struktur modal dipengaruhi secara negatif oleh struktur aset dan likuiditas berpengaruh negatif terhadap, serta tidak ditemukan perbedaan kepemilikan, struktur aset maupun likuiditas sebelum dan pada masa pandemi Covid-19. Hasil penelitian ini memberikan kontribusi teoretis yang relevan tentang teori keagenan, teori pecking order dan teori trade-off.

Kata Kunci: struktur kepemilikan, struktur aset, likuiditas, struktur modal, pandemi

ABSTRACT

Companies must be able to combine their capital structure through internal and external funding to maximize company value while minimizing costs. This research examines the factors of ownership structure, asset structure, and liquidity on capital structure and differences in influence before and during the Covid-19 pandemic. This research uses a quantitative design with multiple linear regression analysis. Testing was carried out on manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2018-2021 period with a sample of 447 data with a distribution of 228 data for 2018-2019 and 219 data for 2020-2021. The study's results proved that institutional ownership and managerial ownership did not affect capital structure, capital structure was negatively affected by asset structure, and liquidity was negatively affected. No differences in ownership, asset structure, or liquidity were found before and during the Covid-19 pandemic. The results of this research provide relevant theoretical contributions to agency theory, pecking order theory, and trade-off theory.

Keywords: ownership structure, asset structure, liquidity, capital structure, pandemic

1. Pendahuluan

Perkembangan bisnis yang masuk pada zaman globalisasi membuat tingkat kompetisi bisnis menjadi semakin tinggi. Untuk mencapai tujuan laba, perusahaan membutuhkan kegiatan pendanaan sebagai sumber dana untuk memastikan kelancaran aktivitas operasi perusahaan serta meningkatkan daya saing terhadap perusahaan lain. Agar pendanaan perusahaan berjalan dengan baik dan dapat meningkat, perusahaan perlu mengelola struktur modalnya. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa nilai perusahaan yang optimal dapat diperankan oleh struktur modal (Itan, 2021). Modal saham sering disebut sebagai sumber modal internal perusahaan, sedangkan hutang adalah sumber dana dari kreditur luar. Laba ditahan dan juga depresiasi merupakan salah satu cakupan dari sumber pendanaan internal. Kombinasi eksternal yang meliputi hutang jangka panjang ataupun hutang jangka pendek ini dinamakan struktur modal (Komariah dan Nurulrahmatiah, 2020). Struktur modal merupakan perbandingan hutang tidak lancar dengan ekuitas perusahaan yang merupakan pembiayaan tetap perusahaan, ekuitas dapat berupa laba ditahan ataupun penerbitan saham (Yusmaniarti *et. al.*, 2022).

Perusahaan harus mengombinasikan sumber dananya dengan baik antara dana internal dan dana eksternal, karena hal ini penting untuk keberlangsungan hidup perusahaan. Perusahaan akan sulit berkembang jika terlalu banyak menggunakan dana berasal dari hutang. Dalam perancangan struktur modal, perusahaan perlu memperhatikan indikator-indikator yang berpengaruh terhadap struktur modal (Erwan dan Kartika, 2022). Keputusan untuk melakukan hutang dan mengeluarkan saham memiliki risiko tersendiri. Ketika perusahaan melakukan hutang untuk memperoleh modal, maka pembayaran biaya bunga akan semakin meningkat, namun biaya modal lebih kecil dibandingkan ketika perusahaan mengeluarkan saham. Penerbitan saham juga berisiko yaitu biaya modal yang harus dibayar akan lebih tinggi. Hal ini disebabkan perusahaan harus melunasi dividen terkait penerbitan sahamnya (Prasetyo dan Hadiprajitno, 2019). Ketika perusahaan mampu memaksimalkan nilai perusahaan dengan risiko dan mengurangi tingkat biaya secara keseluruhan maka dapat dikatakan struktur modalnya optimal (Umdiana dan Claudia, 2020). Sebaliknya, struktur modal dikatakan kurang baik yaitu ketika perusahaan memiliki hutang dalam jumlah besar yang menyebabkan tingkat beban akan berakibat buruk untuk perusahaan (Anwar dan Wahidahwati, 2019).

Memasuki tahun 2020, dunia terkena wabah virus yaitu *Corona Virus Disease* (Covid-19). Di seluruh dunia virus corona ini telah menjadi pandemi, termasuk di Indonesia, yang masih berkepanjangan hingga tahun 2021. Wabah ini telah berdampak substansial pada aktivitas masyarakat di seluruh dunia. Tidak hanya aktivitas manusia, aktivitas organisasi pun menjadi terbatas. Pemerintah Indonesia telah menetapkan beberapa kebijakan upaya menekan penularan virus ini. Beberapa kebijakan tersebut seperti adanya pembatasan sosial dengan menetapkan Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB). Peraturan ini membatasi aktivitas seperti pembatasan belajar mengajar, pelaksanaan ibadah, dan bekerja yang harus dilakukan kegiatan dari rumah untuk menghindari kerumunan.

Pandemi Covid-19 berdampak besar bagi perekonomian Indonesia. PSBB menyebabkan kemerosotan usaha, sehingga membutuhkan strategi bisnis yang efektif di tengah pandemi untuk tetap mempertahankan kegiatan bisnis. Besar kemungkinan perusahaan akan mengalami kebangkrutan apabila tidak memiliki strategi untuk

menghadapi pandemi Covid-19 ini. Industri manufaktur adalah salah satu industri yang terdampak karena merupakan industri penting dalam pertumbuhan ekonomi nasional. Banyak perusahaan yang mengalami penurunan omzet penjualan, sehingga akan mengganggu pembayaran hutang (Kelen dan Talundima, 2022). Kondisi ini mengkhawatirkan bagi para pelaku bisnis, terutama bagi manajer perusahaan yang harus bisa menerapkan kebijakan untuk tetap mempertahankan bisnisnya. Dalam hal ini menurut Kelen dan Rozet (2022) perusahaan berusaha untuk mengelola struktur modalnya yang bersumber dari pembiayaan melalui modal sendiri ataupun bersumber dari eksternal melalui hutang.

Struktur modal salah satunya dapat diproksikan menggunakan perbandingan total liabilitas dan total ekuitas atau DER (Debt to Equity Ratio). Nilai DER yang baik yaitu ketika nilainya dibawah angka 1 atau 100%. Perusahaan akan memiliki risiko lebih tinggi apabila memiliki nilai DER yang cukup besar, karena hutang yang digunakan lebih tinggi daripada penggunaan ekuitasnya. Tingginya tingkat DER yang menunjukkan tingginya risiko perusahaan, atau tingkat hutang melebihi jumlah ekuitas. Misalnya pada perusahaan dasar dan kimia, tingkat hutang pada PT Indo Komoditi Korpora Tbk rasio DER naik dari 2,15 di tahun 2019 menjadi masing-masing 2,43 dan 2,73 di tahun 2020 dan 2021 yang merupakan periode pandemi Covid-19. Rasio DER PT Pelangi Indah Canindo Tbk naik dari 2,74 di tahun 2019 menjadi masing-masing 3,06 dan 4,66 di tahun 2020 dan 2021. Dapat dikatakan kedua perusahaan tersebut memiliki nilai liabilitas yang cukup tinggi selama empat tahun terakhir. Kebijakan berhutang dari perusahaan terutama di masa pandemi ini mendorong dilakukannya penelitian sekarang. Diduga adanya perbedaan penggunaan hutang pada periode sebelum dan pada masa Covid-19. Pada saat terjadi Covid-19 perusahaan lebih banyak menggunakan pendanaan eksternal berupa hutang (Esomar dan Christianty, 2021).

Faktor lainnya yang berpengaruh terhadap nilai struktur modal diprediksi ialah struktur kepemilikan. Wijaya *et. al.* (2020) mendefinisikan struktur kepemilikan sebagai pihak pemegang saham yang mempunyai saham terbesar dalam perusahaan. Struktur kepemilikan perusahaan berfungsi untuk melakukan kegiatan monitoring terhadap aktivitas perusahaan. Kepemilikan saham oleh pihak institusional serta pihak manajerial merupakan cakupan dari struktur kepemilikan dalam perusahaan (Itan, 2021). Struktur kepemilikan yang baik diperlukan untuk mengelola perusahaan (Suryadi dan Irwandi, 2021). Adanya kepemilikan oleh investor institusional dan manajerial diharapkan untuk bertindak lebih hati-hati dalam membuat kebijakan keuangan perusahaan, terutama pada saat pandemi Covid-19 (Gozali *et al.*, 2022). Hal ini dikarenakan masa Pandemi Covid-19 menyebabkan dampak buruk di bidang sosial, kesehatan, dan ekonomi.

Kepemilikan institusional yaitu kepemilikan saham oleh perusahaan institusi lain, yang terdiri dari perusahaan investasi, perusahaan asuransi, serta kepemilikan institusi lainnya. Investor institusional akan bertindak sebagai pihak yang akan mengontrol efektivitas operasional perusahaan. Kepemilikan institusional akan mengawasi segala keputusan termasuk keputusan pendanaan yang berasal dari pihak ketiga. Kepemilikan manajerial didefinisikan pihak manajemen perusahaan yang sekaligus menjadi pemegang saham dalam perusahaan. Selaku pemilik, biaya modal yang dihasilkan oleh adanya hutang akan ikut serta ditanggung oleh manajemen perusahaan, maka manajer akan cenderung

menetapkan hutang yang rendah (Erwan dan Kartika, 2022). Hal tersebut dikarenakan pihak manajemen enggan mengambil risiko karena menanggung hutang tinggi untuk membiayai kegiatan perusahaan. Penelitian Suryadi dan Irwandi (2021) menyimpulkan bahwa struktur kepemilikan tidak signifikan pengaruhnya pada struktur modal, namun Primadhaney (2016) menunjukkan pengaruh signifikan struktur kepemilikan terhadap struktur modal perusahaan.

Faktor kedua yaitu struktur aset yang diperkirakan berpengaruh terhadap struktur modal, yaitu komponen yang menentukan tingginya tingkat distribusi dana untuk masing-masing aset (Umdiana dan Claudia, 2020). Struktur aset ialah perimbangan aset tetap perusahaan terhadap total aset perusahaan, atau dapat dikatakan diukur dengan rasio *Fixed Assets Ratio* (FAR). Meningkatnya nilai struktur aset perusahaan maka pinjaman hutang juga akan ikut meningkat. Hal tersebut disebabkan aset dapat dijadikan jaminan saat menambah jumlah hutang yaitu untuk mengurangi risiko dari kesulitan pembayaran. (Komariah dan Nurulrahmatiah, 2020). Penelitian Komariah dan Nurulrahmatiah (2020) menyimpulkan bahwa struktur aset dapat mempengaruhi struktur modal, sedangkan Oktaviana *et. al.* (2021) tidak menemukan pengaruh struktur aset pada struktur modal.

Indikator ketiga yang diperkirakan mempengaruhi struktur modal yakni likuiditas (Yusmaniarti. *et al.*, 2022). Rasio yang memperkirakan seberapa besar perusahaan dapat melunasi hutangnya, inilah yang disebut dengan likuiditas. *Current ratio* (CR) didefinisikan sebagai rasio yang dapat digunakan dalam memperkirakan likuiditas, yang membagi antara aset lancar terhadap hutang lancar perusahaan (Komariah dan Nurulrahmatiah, 2020). Tingginya tingkat likuiditas memperlihatkan bahwa perusahaan memiliki modal sendiri yang cukup besar karena perusahaan dianggap mampu dalam membayar kewajibannya. Makin tinggi likuiditas berarti makin tingginya pendanaan internal, sehingga menurut Yusmaniastri *et. al.* (2022) akan mempengaruhi turunnya nilai dari ukuran struktur modal perusahaan. Penelitian Z.A *et. al.* (2021) menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh positif terhadap struktur modal. Namun hasil penelitian Yusmaniastri *et. al.* (2022) menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, dan Komariah dan Nurulrahmatiah (2020) tidak menemukan pengaruh signifikan dari likuiditas.

Inkonsistensi temuan Wijaya *et. al.*, (2020), Komariah dan Nurulrahmatiah, (2020), Cahyani dan Isbanah, (2019), dan Yusmaniarti *et. al.*, (2022) memotivasi dilakukannya penelitian sekarang, yaitu menguji pengaruh struktur kepemilikan (terdiri dari kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional), struktur aset serta likuiditas terhadap struktur modal perusahaan. Penelitian ini membuktikan apakah adanya dissimilaritas hasil pada masa sebelum dan pada masa pandemi Covid-19. Adanya beberapa dugaan mengenai perbedaan pengaruh struktur kepemilikan, likuiditas serta struktur aset terhadap struktur modal perusahaan pada masa sebelum dan pada masa pandemi Covid-19. Menurut Gozali dkk. (2022) di masa pandemi Covid-19 para investor harus lebih berhati-hati dalam kebijakan keuangan perusahaan, khususnya dalam hal hutang. Hal ini dapat menyebabkan adanya perbedaan investasi saham yang dilakukan oleh investor pada perusahaan. Menurut Arifah (2022) untuk mengantisipasi risiko kebangkrutan saat pandemi Covid-19, perusahaan yang mempunyai struktur aset yang besar perlu berwaspada dalam kebijakan hutang. Hal ini dilakukan agar perusahaan tidak mengalami penurunan aset di masa

pandemi Covid-19. Pandemi Covid-19 menyebabkan perusahaan mengalami kesulitan bahan baku yang menyebabkan terhambatnya aset lancar serta pembayaran hutang lancar akan terganggu yang akan menyebabkan menurunnya nilai likuiditas perusahaan, sehingga menurut Hilman dan Laturette (2021) terdapat dissimilaritas signifikan *current ratio* saat sebelum serta pada masa pandemi Covid-19. Penelitian ini memberikan kontribusi bermanfaat bagi investor, calon investor, dan kreditur dalam berinvestasi atau meminjamkan modal pada perusahaan manufaktur agar memperhatikan struktur modal untuk mengetahui tingkat kesehatan keuangan perusahaan serta dapat memperhatikan variabel-variabel lain yang berpengaruh seperti struktur aset dan likuiditas perusahaan.

2. Kerangka Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

Teori Agensi menjelaskan hubungan kontraktual antara *agent* (manajer) perusahaan dengan *principal* (pemilik) (Jensen dan Meckling, 1976). Individu (*agent*) seharusnya bertindak sesuai kepentingan pemilik (*principal*), yang berarti bahwa manajer harus bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan. Tujuan pihak *principal* (pemilik) yaitu mendapatkan modal untuk kepentingan usaha serta untuk memperoleh keuntungan atas kegiatan operasional perusahaannya, sedangkan tujuan pihak agen (manajer) yaitu memerlukan sumber modal yang optimal namun tetap dengan biaya modal yang minimal. Menurut Jensen dan Meckling (1976) adanya pemisahan tugas pengelolaan perusahaan dan tugas kepemilikan memicu terjadinya konflik agensi. Konflik yang muncul, yaitu konflik antara agen dan prinsipal, yang terjadi dikarenakan pihak agen melakukan tugasnya yang dapat mengorbankan kepentingan pemegang saham (Cahyani dan Isbanah, 2019). Adanya informasi yang tidak lengkap dan konflik kepentingan antara pihak agen dan *principal* akan menimbulkan permasalahan keagenan.

Teori *Pecking Order* sebagaimana dinyatakan oleh Gordon Donaldson pada tahun 1961, dan kemudian tahun 1984 Myers menindaklanjuti penamaan teori *pecking order* ini (Irman et al., 2019). Teori ini mengemukakan bahwa sebuah perusahaan lebih memutuskan dan menyukai sumber dana yang diperoleh melalui pihak internal atau pihak dari dalam perusahaan. Pendanaan internal tersebut bisa didapatkan melalui modal pribadi pemilik ataupun diperoleh dari menjual aset yang dimiliki perusahaan. Teori *pecking order* juga menjelaskan pengurangan aset perusahaan demi mendapat modal. Perusahaan lebih baik menjual asetnya daripada harus memperoleh sumber modal dari pihak eksternal atau dari luar perusahaan yang nantinya akan menjadi hutang perusahaan.

Modigliani dan Miller pertama kali mempublikasikan teori *trade off* pada tahun 1963 (Erwan dan Kartika, 2022). *Trade off theory* berbicara tentang korelasi pada struktur modal dan nilai perusahaan. Proporsi antara manfaat dan pengorbanan yang muncul karena kebijakan dalam penggunaan hutang merupakan dasar dari *trade off theory*. Menurut Pambayun dan Hindasah (2020) teori ini menjelaskan adanya *trade off* antara penggunaan hutang dengan penghematan pajak. Risiko gagal bayar bagi perusahaan dapat disebabkan karena perusahaan terlalu besar melakukan hutang. Namun, disisi lain kebijakan hutang juga dapat memberi manfaat untuk perusahaan yaitu adanya penghematan pajak. Hutang akan meningkatkan biaya bunga namun dapat meminimalkan pajak. Menurut Tijow et. al., (2018) selama perusahaan memiliki aset tetap sebagai jaminan hutang, tambahan penggunaan hutang masih dapat dilakukan. Apabila perusahaan memiliki aset tetap yang

cukup besar, maka perusahaan dapat berhutang dengan lebih maksimal. Hal ini dikarenakan aset tetap tidak mudah dalam kehilangan nilai jika terjadi *financial distress*.

Keberadaan investor institusional (sebagai bagian dari struktur kepemilikan) pada perusahaan akan melakukan kegiatan *monitoring* terhadap aktivitas perusahaan, agar perusahaan lebih berhati-hati dalam kebijakan hutangnya. Hal ini sebabkan karena wewenang lebih besar dimiliki oleh pemegang saham institusi dalam perusahaan (Pambayun dan Hindasah, 2020). Pengawasan investor selaku kepemilikan institusional dalam mengawasi keuangan perusahaan sangat diperlukan untuk kestabilan kinerja perusahaan. Investor institusional akan mengawasi pengambilan keputusan manajemen termasuk jika perusahaan ingin berhutang untuk menambah modal. Menurut Cahyani dan Isbanah (2019) konflik keagenan dapat diminimalisir dengan adanya kegiatan pengawasan agen, yang dilakukan agar lebih berhati-hati dalam memutuskan penggunaan hutang. Berdasarkan argumentasi tersebut maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H₁: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif pada struktur modal perusahaan.

Pihak manajemen sekaligus menjadi pemegang saham di dalam perusahaan akan bertindak mengawasi kebijakan-kebijakan perusahaan dalam penggunaan saham. Pihak manajerial yang juga pemegang saham berarti ia akan mengetahui seluruh kebijakan yang diambil perusahaan. Akibatnya perusahaan akan cenderung memiliki hutang yang lebih kecil. Pihak manajerial akan menghadapi dua pilihan, yaitu kepentingan sebagai pemegang saham dan kepentingan untuk keuntungan pribadi. Dengan kata lain, sebagai pemilik, manajemen juga ikut serta dalam menanggung kebijakan hutang yang perusahaan ambil. Pihak manajerial akan menghadapi dua pilihan, yaitu kepentingan sebagai pemegang saham dan kepentingan untuk keuntungan pribadi, manajer akan mensejajarkan kepentingan dan menggunakan keputusan yang paling bijak dalam hal penggunaan dana perusahaan (Pambayun dan Hindasah, 2020). Penggunaan hutang yang lebih sedikit akan diterapkan oleh pihak manajemen, dikarenakan timbulnya risiko biaya modal ikut ditanggung oleh manajemen perusahaan (Erwan dan Kartika, 2022). Hal ini mengargumentasikan bahwa tingginya kepemilikan manajerial akan memotivasi manajer dalam meminimalkan penggunaan hutang karena untuk menyelaraskan kepentingannya terhadap pemegang saham. Dengan demikian dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₂: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada struktur modal perusahaan.

Aset adalah salah satu sumber ekonomi bagi perusahaan. Perusahaan yang dikatakan struktur asetnya mapan ketika perusahaan yang mempunyai aset dalam jumlah tinggi, baik itu aset lancar ataupun aset tetap. Kreditur sangat memperhatikan struktur aset perusahaan ketika ingin memberikan pinjaman. Oleh sebab itu, perusahaan yang mempunyai total aset dengan jumlah tinggi cenderung menyukai keputusan pinjaman dari pihak ketiga perusahaan, karena perusahaan memiliki jaminan yang cukup. Menurut Oktavia *et. al.* (2021) meningkatnya nilai struktur modal perusahaan dapat disebabkan oleh tinggi struktur aset perusahaan. Penyebabnya yaitu pinjaman hutang yang diperoleh perusahaan bisa membesar dengan tingginya aset perusahaan. Hal ini disebabkan nilai dari aset tetap akan sulit hilang saat terjadi kesulitan keuangan. Selama perusahaan memiliki aset tetap sebagai jaminan, maka tambahan hutang masih dapat digunakan, asalkan biaya yang timbul akibat hutang belum terlalu besar (Tijow *et al.*, 2018). Sejalan dengan argumentasi teori *trade off*

bahwa tingginya aset tetap berarti perusahaan dapat menggunakannya sebagai jaminan untuk pinjaman lebih besar. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₃: Struktur aset berpengaruh positif pada struktur modal perusahaan

Likuiditas didefinisikan sebagai skala yang menaksirkan kapabilitas dalam perusahaan untuk mencukupi hutang lancarnya saat jatuh tempo. Tingginya likuiditas menunjukkan modal internal perusahaan cukup besar maka perusahaan akan mendahulukan modal internal sebelum kemudian menggunakan pendanaan eksternal. Perusahaan akan menggunakan pendanaan dengan risiko paling kecil yaitu laba ditahan, hutang dan kemudian penerbitan saham baru. Besarnya laba ditahan yang ada pada perusahaan akan membuat perusahaan cenderung mendahulukan laba ditahan tersebut untuk membiayai operasional perusahaan, sebelum berhutang serta menerbitkan saham baru (Priyangung, 2019). Menurut Oktaviana *et. al.* (2020) perusahaan sanggup membiayai kebutuhan investasi yang dapat memenuhi hutangnya, lebih menggunakan sumber pendanaan internal perusahaan, sebelum memanfaatkan pendanaan yang berasal dari pihak ketiga perusahaan. Menurut teori *pecking order* perusahaan cenderung meminati kebijakan keuangan dari internal yang akan digunakan sebagai substitusi pendanaan investasi baru. Pendanaan eksternal melalui hutang dapat dijadikan sebagai alternatif bagi perusahaan, apabila dana internal dirasa kurang dalam membiayai kegiatan operasional perusahaan. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₄: Likuiditas berpengaruh negatif pada struktur modal perusahaan.

Pandemi Covid-19 telah memberikan dampak pada kondisi perekonomian Indonesia, termasuk industri perusahaan manufaktur. Dengan adanya pandemi Covid-19 diduga terdapat perlakuan yang berbeda pada struktur kepemilikan, struktur aset, likuiditas dan struktur modal antara sebelum dan pada masa pandemi Covid-19. Kebijakan *social distancing* mengharuskan semua aktivitas dilaksanakan dari rumah (*stay at home*) menjadikan dunia bisnis terkena dampaknya. Dalam hal ini, strategi struktur modal sangat diperlukan demi menjaga stabilitas keuangan perusahaan. Penerapan kebijakan yang luar biasa di bidang keuangan pada masa pandemi Covid-19 harus dilakukan oleh pemegang saham perusahaan. Hal ini yang membedakan kebijakan sebelum dan pada masa pandemi Covid-19 (Gozali *et al.*, 2022). Perusahaan dengan struktur aset besar perlu lebih berhati-hati dalam penggunaan hutang, terutama pada masa pandemi Covid-19 ini (Arifah, 2022). Pembatasan pada masa pandemi Covid-19 yang salah satunya menyebabkan terlambatnya bahan baku impor berarti akan menyebabkan terhambatnya aset lancar yang masuk, sehingga pembayaran hutang pun dapat ikut terhambat. Hal ini diduga mengakibatkan adanya perbedaan *current ratio* sebelum dan pada masa pandemi Covid-19 (Hilman dan Lurette, 2021). Berdasarkan argumentasi tersebut dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₅: Terdapat perbedaan pengaruh struktur kepemilikan, struktur aset, dan likuiditas terhadap struktur modal sebelum dan pada masa pandemi Covid-19.

3. Metode Penelitian

Desain penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan hipotesis yang bertujuan membuktikan secara empiris variabel yang mempengaruhi struktur modal yaitu struktur kepemilikan, struktur aset dan likuiditas. Penelitian ini juga menguji apakah

terdapat perbedaan hasil pada tahun sebelum (2018-2019) dan pada masa pandemi Covid-19 (2020-2021). Data sekunder yang dipakai adalah laporan tahunan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2018-2021, yang berasal dari www.idx.com. Populasi penelitian ialah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dan sampel dipilih dengan metode *purposive sampling* dengan kriteria: (1) perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2018-2021, (2) perusahaan manufaktur yang memiliki data lengkap tahun 2018-2021 berturut-turut, dan (3) pelaporan keuangan dengan mata uang rupiah.

Terdapat 173 perusahaan manufaktur sesuai kriteria, tetapi terdapat 19 perusahaan yang tidak memiliki data lengkap serta menerbitkan laporan tahunan pada tahun 2018-2021 berturut-turut dan terdapat 28 perusahaan yang tidak bermata uang rupiah. Dengan demikian hanya 126 perusahaan yang memenuhi kriteria dari total sampel yang digunakan dengan jumlah 447 data, dengan distribusi 228 data tahun 2018-2019 dan 219 data tahun 2020-2021. Variabel dependen adalah struktur modal, sedangkan variabel independennya adalah kepemilikan saham oleh institusional, kepemilikan saham oleh manajerial, struktur aset, dan likuiditas. Ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol dengan tujuan mengetahui besarnya perusahaan yang diukur dari total nilai aset memiliki kecenderungan berhutang atau didominasi modal sendiri dalam struktur modalnya. Besarnya total aset pada perusahaan menjadi salah satu keberhasilan suatu perusahaan upaya menjalankan bisnisnya (Arifah, 2022). Tabel 1 berikut ini menunjukkan pengukuran variabel.

Tabel 1. Pengukuran dan Operasionalisasi Variabel

Variabel	Proksi	Sumber
Struktur Modal	DER : $\frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal}}$	Erwan dan Kartika, (2022)
Kepemilikan Institusional	KI: $\frac{\text{Jumlah Kepemilikan Saham Institusional}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}}$	Agustin <i>et. al.</i> , (2019)
Kepemilikan Manajerial	KM: $\frac{\text{Jumlah Kepemilikan Saham Manajemen}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}}$	Agustin <i>et. al.</i> , (2019)
Struktur Aset	FAR : $\frac{\text{Aset Tetap}}{\text{Total Aset}}$	Umdiana dan Claudia, (2020)
Likuiditas	CR : $\frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Utang Lancar}}$	Prastika dan Candradewi, (2019)
Ukuran Perusahaan	Size : $\ln(\text{Total aset})$	Safitri dan Hendra, (2022)

Analisis regresi linear berganda digunakan dalam analisis data dengan menggunakan aplikasi SPSS. Penelitian ini melakukan statistik deskriptif yang memberikan gambaran mengenai nilai rata-rata (*mean*), nilai maksimum, nilai minimum, serta standar deviasi (Ghozali, 2016). Uji asumsi klasik yang meliputi (1) uji normalitas data, (2) uji heteroskedastisitas untuk menguji adakah perbedaan varian dari residual dalam satu pengamatan ke pengamatan lain, (3) uji multikolinearitas untuk mendeteksi keterkaitan antar variabel independen, dan (4) uji autokorelasi. Uji kelayakan model yang meliputi (1) uji koefisien determinasi (R^2), (2) uji statistik F, dan (3) uji-t untuk uji hipotesis. Adapun persamaan regresi penelitian ini sebagai berikut:

$$DER = \beta_0 + \beta_1 KI + \beta_2 KM + \beta_3 FAR + \beta_4 CR + \beta_5 SIZE + e$$

Keterangan:

DER	= Struktur modal
β_0	= Konstanta
β	= Koefisien regresi
KI	= Kepemilikan institusional
KM	= Kepemilikan manajerial
FAR	= Struktur aset
CR	= Likuiditas
SIZE	= Ukuran perusahaan
e	= Error

4. Hasil dan Pembahasan

Statistik deskriptif akan disajikan pada tabel 2. Data penelitian ini mengalami transformasi dan *outlier*, sehingga total sampel awal sebanyak 504 data berkurang menjadi 447 data, dengan distribusi 228 data tahun 2018-2019 dan 219 data tahun 2020-2021.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

		N	Minimal	Maksimal	Mean	Std. Deviation
Model 1	KI	447	0,00	1,00	0,674	0,227
	KM	447	0,00	0,68	0,085	0,166
	FAR	447	0,00	0,89	0,390	0,196
	CR	447	0,00	8,13	2,209	1,591
	SIZE	447	24,26	32,85	28,406	1,609
	DER	447	0,07	9,55	1,128	1,134
Model 2	KI	228	0,00	1,00	0,681	0,220
	KM	228	0,00	0,68	0,084	0,162
	FAR	228	0,01	0,89	0,391	0,192
	CR	228	0,09	7,92	2,243	1,610
	SIZE	228	24,26	32,45	28,341	1,589
	DER	228	0,10	9,55	1,070	1,071
Model 3	KI	219	0,00	1,00	0,666	0,233
	KM	219	0,00	0,68	0,086	0,171
	FAR	219	0,00	0,79	0,389	0,200
	CR	219	0,00	8,13	2,175	1,573
	SIZE	219	25,29	32,85	28,472	1,630
	DER	219	0,07	8,12	1,1874	1,195

Sumber: Data diolah (2022)

Nilai maksimum kepemilikan institusional sebesar 100% mengindikasikan bahwa seluruh saham perusahaan dimiliki oleh kepemilikan institusional. Perusahaan dengan kepemilikan manajerial 0% mengartikan bahwa saham hanya dimiliki oleh pihak institusi atau tidak terdapat kepemilikan manajerial. Nilai maksimum struktur aset sebesar 89% mengindikasikan bahwa perusahaan mempunyai total aset yang lebih tinggi dibandingkan total aset tetap perusahaan. Nilai maksimum likuiditas sebesar 812% memiliki arti bahwa kemampuan yang dimiliki perusahaan dalam melunasi hutang lancarnya menggunakan aset lancar cukup tinggi. Nilai maksimum ukuran perusahaan sebesar 3284% mengindikasikan

bahwa total aset yang cukup besar. Nilai maksimum struktur modal sebesar 955% mengartikan bahwa perusahaan memiliki total hutang lebih tinggi daripada total ekuitasnya, dan dapat dikatakan bahwa perusahaan cenderung membiayai kegiatan operasionalnya menggunakan hutang dibandingkan menggunakan modal sendiri.

Pada tabel 3 menyajikan hasil uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, heteroskedastisitas, multikolinearitas, dan autokorelasi.

Tabel 3. Uji Asumsi Klasik

	Normalitas	Heteroskedastisitas	Multikolinearitas	Autokorelasi
Model 1	0,136	0,102	Tolerance > 0,10	1,947
Model 2	0,482	0,336	VIF < 10	1,956
Model 3	0,082	0,238		1,953

Sumber: Data diolah (2022)

Uji normalitas menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov, pada model regresi 1,2, dan 3 data berdistribusi normal karena telah memenuhi syarat nilai Monte Carlo Sig. (2-tailed) > 0,05. Uji glejser dapat dilakukan guna melihat apakah terjadi heteroskedastisitas. Berdasarkan hasil uji glejser yang telah dilakukan, model regresi 1,2, dan 3 bebas heteroskedastisitas. Hal ini dikarenakan hasil uji telah sesuai dengan syarat uji glejser bahwa nilai signifikansi yang telah ditetapkan adalah > 0,05. Hasil uji multikolinearitas dijelaskan bahwa pada model regresi 1, 2, dan 3 nilai tolerance dan VIF untuk setiap variabel independen yang meliputi kepemilikan institusional (KI), kepemilikan manajerial (KM), struktur aset (FAR), likuiditas (CR), dan ukuran perusahaan (SIZE) memiliki nilai tolerance > 0,10 dan VIF < 10, sehingga dalam model regresi ini tidak terdapat multikolinearitas. Uji Durbin Watson pada model regresi 1,2, dan 3 menunjukkan tidak terjadi autokorelasi. Hal ini sesuai dalam tabel keputusan uji durbin pada model 1 dengan k=5 dan n=450, maka dL= 1,82734 dan dU= 1,86320, sesuai dengan rumus du < dw < 4-du (1,86320 < 1,947 < 2,1368). Pada model 2 dengan k=5 dan n=228, maka dL= 1,74873 dan dU= 1,81945 sehingga (1,81945 < 1,956 < 2,18055). Pada model 3 dengan k=5 dan n=219, maka dL= 1,74229 dan dU=1,81628 sehingga (1,81628 < 1,953 < 2,18372).

Tabel 4 menyajikan hasil uji kelayakan model yang meliputi uji koefisien determinasi (R^2) dan uji statistik F. Hasil uji koefisien determinasi (R^2) pada model regresi 1, 2 maupun 3 menunjukkan variabel independen yang meliputi struktur kepemilikan, struktur aset, dan likuiditas, serta ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol memiliki kemampuan menerangkan variabel dependen berupa struktur modal sebesar +/- 0,55 atau +/- 55%, dan sisanya sebesar +/- 0,44 atau 44% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model regresi. Tingkat signifikansi uji $F \leq 0,05$ yang berarti bahwa model regresi penelitian ini sudah layak untuk memprediksi struktur modal (DER).

Tabel 4. Uji R^2 dan F

	R ²	Sig. F test
Model 1	0,559	0,000
Model 2	0,559	0,000
Model 3	0,553	0,000

Sumber: Data diolah (2022)

Tabel 5 menunjukkan kepemilikan institusional (KI) mempunyai nilai signifikan sebesar 0,163 lebih besar dari 0,05 dan nilai t sebesar 1,399 sehingga kepemilikan institusional ditemukan tidak berpengaruh signifikan pada struktur modal. Hipotesis pertama yang menduga terdapat pengaruh negatif kepemilikan institusional (sebagai struktur kepemilikan) pada struktur modal perusahaan ditolak. Kepemilikan manajerial (KM) memiliki nilai signifikansi di atas 5% (0,234) yang berarti hipotesis kedua juga ditolak. Struktur aset (FAR) mempengaruhi struktur modal (DER) karena memiliki nilai signifikansi 0,00 (< 5%). Akan tetapi koefisien FAR bertanda negatif yang berarti struktur aset berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal perusahaan. Oleh karena hipotesis ketiga memprediksi arah positif maka dapat dinyatakan H3 ditolak.

Tabel 5. Hasil Uji Hipotesis

	Variabel Independen	Koefisien (B)	t	Sig.
Model 1	Konstanta	0,188	0,772	0,440
	KI	0,108	1,399	0,163
	KM	0,127	1,191	0,234
	FAR	-0,438	-6,705	0,000
	CR	-0,190	-23,558	0,000
	SIZE	0,007	0,878	0,380
Model 2	Konstanta	-0,009	-0,025	0,980
	KI	0,152	1,388	0,167
	KM	0,214	1,391	0,166
	FAR	-0,345	-3,721	0,000
	CR	-0,187	-16,778	0,000
	SIZE	0,011	0,944	0,346
Model 3	Konstanta	0,347	1,012	0,313
	KI	0,080	0,727	0,468
	KM	0,054	0,362	0,717
	FAR	-0,524	-5,633	0,000
	CR	-0,192	-16,206	0,000
	SIZE	0,004	0,355	0,723

Sumber: Data diolah (2022)

Likuiditas (CR) mempengaruhi struktur modal (DER) karena memiliki nilai signifikan sebesar 0,00 (< 5%) serta koefisien CR bertanda negatif yang berarti bahwa likuiditas berpengaruh negatif signifikan pada struktur modal. Hipotesis keempat yang menerangkan likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal diterima. Size tidak mempengaruhi struktur modal (DER) karena memiliki nilai signifikan sebesar 0,380 lebih besar dari 0,05. Koefisien size bertanda positif yang berarti bahwa size berpengaruh positif tetapi tidak signifikan.

Pada tabel 5 diketahui bahwa model regresi 2 dan 3 tidak terjadi perbedaan untuk tahun 2018-2019 dan periode 2020-2021. Pada model regresi 2 dengan periode 2018-2019 struktur kepemilikan tidak mempengaruhi struktur modal, struktur aset mempengaruhi struktur modal, serta likuiditas mempengaruhi struktur modal. Pada model regresi 3 dengan periode 2020-2021 memiliki hasil yang sama yaitu struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap struktur modal, struktur aset berpengaruh terhadap struktur modal,

serta likuiditas berpengaruh terhadap struktur modal. Tidak adanya perbedaan hasil dikarenakan arah koefisien dan nilai signifikansi sebelum dan pada masa pandemi Covid-19 tidak mengalami perbedaan pengaruh, sehingga hipotesis kelima yang memprediksi bahwa terdapat perbedaan pengaruh struktur kepemilikan, struktur aset, likuiditas terhadap struktur modal sebelum dan pada masa pandemi Covid-19 ditolak.

Berdasarkan hasil analisis regresi linear berganda hipotesis 1 ditolak. Hasil ini inkonsisten dengan temuan Pambayun dan Hindasah (2020) serta Agustin dkk. (2019). Penelitian ini searah oleh penelitian yang dilakukan oleh Cahyani dan Isbanah (2019) yang memberikan hasil penelitian bahwa kepemilikan institusional tidak mempengaruhi struktur modal perusahaan. Dalam hasil penelitiannya, dikatakan bahwa investor institusional belum tentu mendapatkan segala informasi perusahaan termasuk informasi keuangan yang diperoleh dari manajer sebagai pengelola perusahaan. Keberadaan investor institusional kurang dapat memaksimalkan pemantauan kinerja manajemen perusahaan. Hal ini dikarenakan tidak terdapat pengaruh yang besar antara investor institusional terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini tidak sejalan argumentasi dalam *agency theory*, yang menjelaskan bahwa keberadaan investor institusional yaitu kepemilikan saham oleh pihak institusi lain merupakan salah satu cara dalam meminimalkan biaya keagenan. Apabila kepemilikan institusional meningkat maka akan meningkatkan struktur modal perusahaan. Hal ini dapat menyebabkan risiko yang akan ditanggung oleh investor institusional menjadi lebih besar. Tingginya kepemilikan saham yang dimiliki oleh investor institusional tidak menjamin bahwa penetapan kebijakan hutang perusahaan akan terpantau dengan baik oleh investor institusional. Investor institusional memiliki pengaruh yang kecil terhadap struktur modal, terbukti dengan lebih tingginya nilai hutang apabila dibandingkan dengan kepemilikan institusional. Tingginya nilai *Debt to Equity Ratio* (DER) mengindikasikan bahwa kreditur berpengaruh lebih besar terhadap struktur modal daripada investor perusahaan

Berdasarkan hasil analisis regresi linear berganda hipotesis 2 ditolak. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Erwan dan Kartika (2022) dan Oktaviantari dan Baskara (2019). Penelitian ini didukung oleh penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Cahyani dan Isbanah (2019) yang menyatakan bahwa rendahnya kepemilikan manajerial perusahaan menyebabkan pihak manajemen tidak termotivasi dalam memaksimalkan perusahaan serta belum merasa ikut mempunyai perusahaan. Hal ini dikarenakan tidak semua pendapatan diperoleh oleh pihak manajer, sehingga adanya kepemilikan saham oleh manajemen memiliki pengaruh yang kecil dalam kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian ini berlawanan dengan *agency theory* yang menjelaskan bahwa diperlukan adanya pemisahan kepentingan dalam meminimalisir konflik keagenan. Dalam teori agensi juga menyatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial maka akan semakin tinggi pula perilaku manajer dalam memaksimalkan perusahaan dengan meminimalkan penggunaan hutang. Berdasarkan temuan penelitian ini bahwa apabila kepemilikan manajerial meningkat maka akan meningkatkan struktur modal perusahaan. Hal ini dapat menyebabkan risiko yang akan ditanggung oleh investor manajerial menjadi lebih besar. Kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan pada perusahaan manufaktur terbilang cukup rendah yakni dengan rata-rata 0,0852553, sedangkan *Debt to Equity Ratio* (DER) dengan rata-rata sebesar 1,1276883. Akibatnya keberadaan investor manajerial tidak

memiliki pengaruh yang besar terhadap struktur modal, karena minimnya investor manajemen jika dibandingkan dengan kreditur. Pada masa pandemi Covid-19 investor perusahaan baik investor institusional maupun investor manajerial tidak menurunkan penggunaan hutang, meski keadaan ekonomi saat pandemi Covid-19 tidak stabil. Risiko yang muncul akibat hutang akan ikut serta ditanggung oleh para investor perusahaan. Temuan ini kontradiktif dengan penelitian sebelumnya oleh Gozali *et. al.* (2022) yang menjelaskan terdapat perbedaan kebijakan keuangan sebelum dan pada masa pandemi Covid-19.

Berdasarkan hasil analisis regresi linear berganda hipotesis 3 ditolak. Penelitian ini tidak searah dengan penelitian Oktavia dkk. (2021) dan Komariah dan Nurulrahmatiah (2020). Penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Yusmaniarti dkk. (2022) dan Umdiana dan Claudia (2020). Perusahaan akan meminimalkan pendanaan eksternal dari hutang apabila perusahaan memiliki struktur aset yang tinggi. Hal tersebut dikarenakan adanya kemungkinan terjadi *financial distress* dari hutang dapat menyebabkan nilai aset perusahaan menurun (Umdiana dan Claudia, 2020). Temuan tidak mendukung teori *trade off* yang mengatakan bahwa semakin bertambah tinggi nilai aset perusahaan maka perusahaan akan cenderung meningkatkan hutangnya, karena terdapat aset tetap yang menjadi jaminan. Aset tetap merupakan modal sendiri bagi perusahaan, sehingga dengan banyaknya aset tetap maka perusahaan akan memiliki sumber dana internal yang tinggi pula. Oleh sebab itu, tingginya pendanaan internal perusahaan akan mengurangi pendanaan eksternal berupa hutang. Dalam teori *trade off* menjelaskan bahwa adanya manfaat dan pengorbanan akibat penggunaan hutang. Hutang tidak lagi diperkenankan apabila pengorbanan atau risiko yang didapat dari hutang sudah terlalu besar. Peningkatan risiko akibat hutang dapat menyebabkan meningkatnya biaya bunga sehingga perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang. Tidak adanya dukungan pada teori *trade off* menyebabkan hasil temuan ini sejalan dengan teori *pecking order*, bahwasanya struktur aset perusahaan tersebut akan dijadikan pendanaan internal sehingga perusahaan lebih mendahulukan pendanaan tersebut daripada pendanaan eksternal berupa hutang. Pada periode 2018-2019 dan periode 2020-2021 tidak memiliki perbedaan hasil. Tingginya struktur aset yang dimiliki perusahaan akan meminimalkan penggunaan hutang, untuk mengurangi risiko gagal bayar saat pandemi Covid-19. Temuan ini mendukung penelitian sebelumnya oleh Arifah (2022) yang menjelaskan bahwa perusahaan dengan struktur aset besar harus berhati-hati dalam pendanaan eksternal, untuk mengantisipasi risiko kebangkrutan.

Berdasarkan hasil analisis regresi linear berganda hipotesis 4 diterima. Hasil penelitian konsisten dengan Yusmaniarti dkk. (2022), Oktaviana dkk. (2020), serta Wati dan Dwijosumarno (2020). Tingginya tingkat likuiditas yang dimiliki perusahaan mengartikan bahwa perusahaan memiliki dana internal yang cukup besar dalam membiayai operasionalnya (Yusmaniarti, dkk., 2022). Perusahaan sanggup membiayai kebutuhan investasi yang dapat memenuhi hutangnya, lebih menggunakan sumber pendanaan internal (Oktaviana dkk., 2020). Hasil penelitian ini sejalan oleh teori *pecking order*, yang mengatakan bahwa perusahaan cenderung memutuskan menggunakan pendanaan yang risiko paling rendah, yaitu penggunaan dana internal. Tingginya tingkat likuiditas yang dimiliki perusahaan mengartikan bahwa kemampuan yang dimiliki perusahaan cukup

tinggi dalam melunasi hutang lancarnya menggunakan aset lancar yang dimiliki. Setiap perusahaan memiliki risiko di dalamnya, sehingga perusahaan ingin mengurangi risiko dari penggunaan hutang yang akan dihadapi di masa yang akan datang. Oleh sebab itu, penggunaan dana eksternal berupa hutang akan menurun apabila perusahaan memiliki dana internal yang tinggi. Pada periode 2018-2019 dan periode 2020-2021 tidak memiliki perbedaan hasil. Tingginya likuiditas yang dimiliki perusahaan akan menyebabkan penurunan penggunaan hutang di masa pandemi Covid-19. Menurunnya penggunaan hutang saat pandemi Covid-19 akan menurunkan risiko kebangkrutan pada perusahaan, karena di masa pandemi Covid-19 banyak perusahaan yang terhambat dalam kegiatan operasionalnya. Temuan ini mendukung penelitian sebelumnya oleh Hilman dan Laturette (2021) yang menjelaskan bahwa likuiditas akan menurun pada masa pandemi, karena aset lancar yang terhambat yang mengakibatkan pembayaran hutang lancar ikut terdampak.

5. Kesimpulan, Implikasi dan Keterbatasan

Tujuan penelitian ini adalah menguji pengaruh struktur kepemilikan, struktur aset, dan likuiditas terhadap struktur modal, serta menganalisis perbedaan pengaruh sebelum (2018-2019) dan pada masa pandemi Covid-19 (2020-2021). Hasil membuktikan bahwa struktur kepemilikan, baik kepemilikan institusional maupun manajerial tidak mempengaruhi struktur modal. Hal ini menandakan bahwa pengaruh kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial lebih kecil daripada pengaruh kreditur yang dibuktikan melalui tingginya nilai rata-rata struktur modal dibandingkan kepemilikan institusional. Hasil lainnya menyatakan bahwa struktur aset berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal, dikarenakan peningkatan risiko akibat hutang dapat menyebabkan meningkatnya biaya bunga sehingga perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang. Likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal, yang mengindikasikan bahwa dengan likuiditas yang tinggi perusahaan berkemampuan tinggi pula dalam melunasi hutang lancarnya menggunakan aset lancar yang dimilikinya, sehingga perusahaan mempunyai dana internal yang tinggi yang dapat mengurangi hutang. Pengujian terhadap variabel kontrol ukuran perusahaan membuktikan tidak adanya pengaruh signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa tidak terdapat perbedaan pengaruh struktur kepemilikan, struktur aset, dan likuiditas terhadap struktur modal sebelum dan pada masa pandemi Covid-19.

Perusahaan yang dijadikan objek hanya sebatas perusahaan manufaktur pada rentang tahun 2018-2021, sehingga hanya memberikan gambaran dan penjelasan mengenai struktur modal perusahaan manufaktur di BEI periode 2018-2021. Struktur kepemilikan pada penelitian ini hanya diukur menggunakan dua ukuran yaitu kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial, likuiditas hanya menggunakan *current ratio* sedangkan struktur modal menggunakan *Debt to Equity Ratio*. Pada penelitian selanjutnya yang menggunakan topik sejenis dapat menggunakan sektor perusahaan lain dengan menambah periode, menguji variabel lain seperti kepemilikan asing dan kepemilikan keluarga, menggunakan pengukuran likuiditas yang lain, seperti *quick ratio*, *cash ratio*, dan *inventory to net working capital*, serta pengukuran struktur modal yang lain seperti *Debt to Asset Ratio*.

Daftar Pustaka

- Agustin, Y. V., Elfiswandi., & Dewi, R. C. (2019). Pengaruh komisaris independen, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap laba dengan struktur modal sebagai variabel moderasi. *Journal of Business and Economics (JBE) UPI YPTK*, 4(3), 108–114.
- Anwar, N. P., & Wahidahwati. (2019). Pengaruh struktur aktiva, tingkat pertumbuhan perusahaan dan risiko bisnis terhadap struktur modal. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, 8(4), 1–20.
- Arifah, L. T. (2022). *Analisis pengaruh covid-19 terhadap struktur modal pada perusahaan keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia* [Skripsi Program Akuntansi, Universitas Muhammadiyah Malang]. <http://eprints.umm.ac.id/id/87459/>
- Cahyani, I. D., & Isbanah, Y. (2019). Pengaruh struktur kepemilikan, tangibility, firm age, business risk, kebijakan dividen, dan sales growth terhadap struktur modal perusahaan sektor properti real estate yang terdaftar di BEI tahun 2012-2016. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 7(1), 124–132.
- Erwan, H. C., & Kartika, T. P. D. (2022). Pengaruh kepemilikan manajerial, non-debt tax shield, operating leverage, cash holding dan risiko bisnis terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur. *Jurnal Akuntansi Unesa*, 10(02), 1–11. DOI: <https://doi.org/10.26740/akunesa.v10n2.p1-11>
- Esomar, M. J. F., & Christianty, R. (2021). Dampak pandemi Covid-19 terhadap kinerja keuangan perusahaan sektor jasa di BEI. *JKNM (Jurnal Konsep Bisnis dan Manajemen)*, 7(2), 227–233. DOI: 10.31289/jkbm.v7i2.5266
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23* (edisi ke-8). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gozali, E. O. D., Hamzah, R. S., & Pratiwi, C. N. (2022). Pandemi Covid-19: Peran Good Corporate Governance terhadap kinerja perbankan. *Nominal: Barometer Riset Akuntansi dan Manajemen*, 11(1), 122–140. DOI: 10.21831/nominal.v11i1.43908
- Hilman, C., & Lurette, K. (2021). Analisis perbedaan kinerja perusahaan sebelum dan saat pandemi covid-19. *BALANCE: Jurnal Akuntansi, Auditing dan Keuangan*, 18(1), 91–109. DOI: 10.25170/balance.v18i1.2659
- Irman, M., Hayati, R., & Winany. (2019). Analisis faktor-faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan real estate dan properti di BEI. *Bilancia: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 3(3), 259–275.
- Itan, I. (2021). Pengaruh atribut dewan direksi dan struktur kepemilikan terhadap kinerja perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel intervening. *Forum Ekonomi*, 23(2), 254–263. DOI: <https://doi.org/10.30872/jfor.v23i2.7989>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). The theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial and Economics*, 3, 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kelen, L. H. S., & Rozet, A. Y. D. P. (2022). Analisis pola struktur modal perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia selama masa pandemi Covid-19. *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi (JMBI UNSRAT)*, 9(1), 336–351.
- Komariah, N., & Nurulrahmatiah, N. (2020). Pengaruh struktur aktiva dan likuiditas terhadap struktur modal. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 5(2), 112–122. DOI: <https://doi.org/10.32502/jab.v5i2.2826>
- Oktavia, K., Gunarianto., & Hatini, P. P. (2021). Pengaruh struktur aktiva dan likuiditas terhadap struktur modal perusahaan industri barang konsumsi BEI 2016-2019. *The 2nd Widayaga National Conference on Economic and Business*, 2, 465–474. DOI: <https://doi.org/10.31328/wnceb.v2i1.3181>

- Oktaviana, O., Tampubolon, J. N. R., Purnasari, N., Safitri, J., & Manao, M. A. P. W. (2020). Pengaruh profitabilitas, likuiditas dan struktur aktiva terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2015-2017. *Journal of Economics, Business and Accounting*, 4(1), 345–353.
- Oktaviantari, N. K. A., & Baskara, I. G. K. (2019). Pengaruh ukuran perusahaan, tangibility assets, dan kepemilikan manajerial terhadap struktur modal pada sub sektor ritel. *E-Jurnal Manajemen*, 8(6), 3843–3872. doi:10.24843/ejmunud.2019.v08.i06.p20 fatcat:45gt6n5mungw7klfmt46dsj54y
- Pambayun, T. E., & Hindasah, L. (2020). Pengaruh komponen Good Corporate Governance, profitabilitas dan size terhadap struktur modal perusahaan (Studi pada perusahaan yang menerima penghargaan di HCD Corporate Governance and Awards periode 2015-2019). *Prosiding UMY Grace*, 1(2), 227–239.
- Prasetyo, G. O. E., & Hadiprajitno, P. B. (2019). Analisis tata kelola perusahaan dan struktur kepemilikan terhadap struktur modal. *Diponegoro Journal of Accounting*, 8(3), 1–12.
- Prastika, N. P. Y., & Candradewi, M. R. (2019). Pengaruh profitabilitas, struktur aktiva, dan likuiditas terhadap struktur modal perusahaan subsektor konstruksi bangunan di BEI. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 8(7), 4444–4473. DOI: 10.24843/EJMUNUD.2019.v08.i07.p16
- Priyangung, G. P. (2019). Pengaruh ukuran perusahaan, struktur aktiva, profitabilitas, growth, dan likuiditas terhadap struktur modal. *Manajemen Dewantara*, 3(2), 233–249.
- Safitri, R., & Hendra. (2022). Faktor-faktor penentu struktur modal pada perusahaan sektor farmasi. *E-Jurnal Manajemen TSM*, 2(2), 117–126.
- Tijow, A. P., Sabijono, H., & Tirayoh, V. Z. (2018). Pengaruh struktur aktiva dan profitabilitas terhadap struktur modal pada perusahaan industri barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Going Concern*, 13(3), 477–488.
- Umdiana, N., & Claudia, H. (2020). Analisis struktur modal berdasarkan Trade Off Theory. *Jurnal Akuntansi: Kajian Ilmiah Akuntansi*, 7(1), 52–70. DOI: 10.30656/jak.v7i1.1930
- Wati, W. A. N., & Dwijosumarno, B. H. S. (2020). Pengaruh likuiditas, profitabilitas dan pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal perusahaan food and beverage. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, 9(3), 1–15.
- Wijaya, R. A., Sari, D. P., & Sari, A. Y. (2020). Pengaruh pertumbuhan penjualan, struktur kepemilikan, dan struktur aktiva terhadap struktur modal. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 4(3), 271–279.
- Yusmaniarti., Febriyanto, A., Hernadianto., & Fitria, D. (2022). Analisis pengaruh struktur aktiva, profitabilitas, dan likuiditas terhadap struktur modal dan kinerja perusahaan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Indonesia*, 7(1), 14–39. DOI: <https://doi.org/10.32528/jiai.v7i1.7150>