

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, ARUS KAS BEBAS, UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MELALUI STRUKTUR MODAL

Rachmat Yusuf Kresno Wibowo

kresnowibowo.ry@gmail.com

Nur Fadjrih Asyik

Suwardi Bambang

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This study aims to examine and to analyze the influence of ownership structure (managerial ownership and institutional ownership), free cash flow and firm size on firm value with capital structure as intervening variable. The population used for this research is Property and Real Estate companies listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2014-2018. This research using purposive sampling technique for its sampling method, from the total 53 companies we obtained 40 samples companies and 200 samples for 5 years observation periodes. The analytical method that this research used to determine the direct effect is multiple linier regression analysis and to determine its indirrect effect simple mediation (causal steps strategy) is used with the assistance of SPSS version 24.0. The Result of this research found that capital structure couldn't mediated the effect of managerial ownership, institutional ownership, free cash flow on firm value, but capital structure could mediated the effect of firm size on firm value.

Key words: ownership structure, free cash flow, capital structure, firm size, firm value.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisa serta mengukur pengaruh struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional), arus kas bebas, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel pemediasi. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan dalam sektor properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2014-2018. Sampel dalam penelitian ini dipilih dengan menggunakan teknik purposive sampling, dengan jumlah sampel yang didapatkan sebanyak 40 perusahaan dan total sampel sebesar 200 perusahaan selama 5 tahun. Penelitian ini menguji hubungan langsung dengan menggunakan analisis regresi linier berganda (multiple linier regression), dan menguji hubungan mediasi dengan menggunakan analisis mediasi sederhana (simple mediation) dengan strategi causal step dengan alat bantu software SPSS versi 24.0. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal tidak mampu memediasi pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, arus kas bebas terhadap nilai perusahaan, sedangkan struktur modal mampu memediasi pengaruh antara ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Kata kunci: struktur kepemilikan, arus kas bebas, struktur modal, ukuran perusahaan, nilai perusahaan.

PENDAHULUAN

Sektor properti dan *real estate* merupakan salah satu sektor yang mempunyai peranan penting dalam menyumbang pertumbuhan ekonomi nasional hal ini dikarenakan sektor properti dan *real estate*

memberikan *multiplier effect* yang tinggi kepada perekonomian, sektor ini merupakan sektor yang sangat penting dan bahkan diyakini akan mampu menjadi tolak ukur pertumbuhan ekonomi. Karena pentingnya sektor ini dan tingginya permintaan akan

properti dan *real estate* itulah seharusnya perusahaan-perusahaan dalam sektor ini seharusnya memiliki nilai perusahaan yang tinggi, namun mulai dari tahun 2014 sampai dengan saat ini sektor properti dan *real estate* mengalami stagnansi, sehingga perusahaan-perusahaan sektor properti dan *real estate* ini cenderung mengalami penurunan nilai perusahaan.

Tujuan utama perusahaan bukan hanya untuk memaksimalkan profit perusahaan akan tetapi memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau *maximization of wealth of stockholders* melalui maksimalisasi nilai perusahaan. Maksimumkan kemakmuran pemegang saham dapat ditempuh melalui memaksimalkan nilai sekarang atau *present value* semua keuntungan pemegang saham yang diharapkan di masa yang akan datang. Sebagian investor mempunyai persepsi terhadap keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham, atau dengan kata lain bahwa harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan tinggi juga.

Salah satu cara meningkatkan nilai perusahaan dapat dilakukan dengan melakukan kebijakan investasi, pendanaan serta kebijakan deviden. Kebutuhan dana perusahaan didapatkan dari sumber internal seperti cadangan perusahaan berupa saldo laba ditahan dan dapat juga berasal dari sumber eksternal seperti penerbitan utang maupun penerbitan saham. Ketika kebutuhan dana melebihi dana internal yang dimiliki oleh perusahaan, maka solusi yang dapat dilakukan adalah memenuhi kebutuhan dana perusahaan dengan menggunakan sumber dana eksternal seperti utang dan menerbitkan saham baru.

Pemilihan sumber dana haruslah dilakukan dengan hati-hati dan dengan berbagai pertimbangan, karena keputusan sumber dana yang digunakan nantinya akan mempengaruhi struktur modal, hal ini sangatlah penting bagi keberlanjutan dan performa perusahaan yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan (Brigham dan Ehrhardt, 2011). Tetapi seringkali manajer mengambil keputusan lebih didasarkan atas

kepentingannya sendiri, dimana keputusan yang diambil adalah keputusan yang lebih menguntungkan untuk manajer tersebut (Annastasia dan Lorenza, 2019). Kondisi dimana terjadi konflik kepentingan antara agen (manajer) dan prinsipal (pemegang saham) disebut dengan masalah keagenan (*agency problem*). Menurut Annastasia dan Lorenza (2019) konflik agensi membuat manajer dapat melakukan pemilihan informasi (*adverse selection*) atau bahkan menutupi informasi demi untuk memenuhi kepentingan pribadinya seperti mendapatkan gaji dan bonus yang lebih besar (*moral hazard*). Selain itu masalah keagenan dapat menyebabkan tidak tercapainya tujuan perusahaan, yaitu untuk meningkatkan nilai perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Penentuan keputusan pendanaan (*financing decision*) ini manajer akan memilih menggunakan sumber dana internal yang berupa laba ditahan, atau menggunakan sumber dana eksternal berupa ekuitas (penerbitan modal), sehingga akan menurunkan *leverage*. Pendanaan yang menggunakan laba ditahan ataupun penerbitan saham akan mengurangi beban manajer, dibandingkan apabila manajer menggunakan pendanaan dalam bentuk utang (Annastasia dan Lorenza, 2019). Hal ini dikarenakan penggunaan utang akan memaksa manajer bekerja lebih keras dan mengambil keputusan lebih efisien, dikarenakan adanya resiko likuidasi apabila terjadi gagal bayar (Annastasia dan Lorenza, 2019).

Kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan teori agensi, akan membuat manajer (agen) mensejajarkan kepentingannya dengan kepentingan pemilik (prinsipal), sehingga dapat menurunkan konflik agensi. Selain itu kepemilikan manajerial dapat membuat manajer merasa lebih memiliki perusahaan, manajer akan bekerja lebih efisien untuk memaksimalkan kinerja perusahaan, sehingga akan menaikkan nilai perusahaan.

Disamping kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) juga terdapat kepemilikan institusional (*institutional ownership*),

dalam hubungannya dengan nilai perusahaan, menurut Maftukhah (2013) kepemilikan institusional yang semakin besar, akan meningkatkan dorongan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan, sehingga akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Kemudian menurut Murtini (2018) nilai perusahaan juga dapat meningkat ketika kepemilikan institusi mampu menjadi alat monitoring yang efektif.

Selain struktur kepemilikan perusahaan, arus kas bebas (*free cash flow*) juga dapat mempengaruhi keputusan pendanaan dan nilai perusahaan. Arus kas bebas dapat menimbulkan konflik kepentingan antara pemilik/pemegang saham dan manajer, ketika arus kas bebas tinggi, manajer cenderung ingin memutar dana tersebut untuk diinvestasikan pada proyek-proyek yang menguntungkan, agar dapat mendatangkan keuntungan lebih sehingga nantinya akan dapat meningkatkan insentif manajer (Hasan, 2014), tetapi terkadang arus kas bebas yang tinggi membuat manajer cenderung melakukan *over-investment* (Munandar dan Kusumawati, 2017). Berkebalikan dengan kepentingan manajemen, pemilik dan pemegang saham menginginkan sisa dana tersebut untuk dibagikan dalam bentuk dividen untuk meningkatkan kesejahteraan mereka. Hubungannya dengan struktur modal, menurut Hasan (2014) arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan struktur modal sedangkan Hardiningsih dan Oktaviani (2012), dan Annastasia dan Lorenza (2019) menyebutkan bahwa arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap kebijakan struktur modal suatu perusahaan. Kaitannya arus kas bebas dengan nilai perusahaan Sari dan Wirajaya (2017) serta Mansourlakoraj dan Sepasi (2015) berpendapat, arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, menurut Sadia dan Sujana (2017) bahwa arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan menurut Wang *et al.*, (2014) serta Salmanzadeb *et al.*, (2014) arus kas bebas yang terlalu tinggi akan berpengaruh

negative terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan.

Selain ketiga variabel yang disebutkan di atas, penelitian ini juga membahas variabel ukuran perusahaan. Dalam hubungannya dengan struktur modal, semakin besar ukuran perusahaan berarti semakin besar aktiva yang bisa dijadikan jaminan untuk memperoleh utang sehingga utang akan meningkat. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Dharmawan (2015), Wijaya (2019), Isnawati dan Widjajanti (2019), tetapi berkebalikan dengan penelitian Anjarwati *et al.* (2016) serta Dewi dan Sudiarta (2017) tidak menemukan adanya pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal. Penggunaan utang dapat memberikan keuntungan kepada perusahaan berupa pengurangan pajak, dan jika digunakan secara optimal dapat menghasilkan peningkatan kinerja perusahaan sehingga akan menaikkan nilai perusahaan. Menurut penelitian Wijaya (2019), Anjarwati *et al.* (2016) serta Isnawati dan Widjajanti (2018), ukuran perusahaan memiliki hubungan positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bukti secara empiris bahwa: 1). Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, arus kas bebas dan ukuran perusahaan mempengaruhi struktur modal; 2). Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, arus kas bebas, ukuran perusahaan dan struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan; 3) Struktur modal mampu memediasi hubungan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, arus kas bebas dan ukuran perusahaan dengan nilai perusahaan.

TINJAUAN TEORETIS

Teori Agency (*Agency Theory*)

Agency Theory merupakan konsep yang menjelaskan hubungan kontraktual antara *principal* dan *agent*. Dalam hubungan keagenan, manajer sebagai pihak yang memiliki akses langsung terhadap informasi perusahaan, memiliki asimetri informasi terhadap pihak eksternal perusahaan, seperti kreditor

dan investor. Dimana ada informasi yang tidak diungkapkan oleh pihak manajemen kepada pihak eksternal perusahaan, yang dimaksud kontraktual adalah kontrak yang terjadi diantara pemilik dan investor perusahaan (prinsipal) dengan manajer perusahaan (agen), teori ini kemudian dipopulerkan oleh Jensen dan Meckling pada tahun 1976.

Teori *Static Trade-Off* (*Static Trade off Theory*)

Static Trade off Theory yang dikemukakan Stiglitz (1969) menjelaskan bahwa suatu perusahaan mempunyai tingkat utang yang optimal dan berusaha untuk menyesuaikan tingkat utang ke arah titik optimal tersebut ketika perusahaan berada pada tingkat utang yang terlalu tinggi (*over leverage*) atau terlalu rendah (*under leverage*). Pada kondisi yang stabil, perusahaan akan menyesuaikan tingkat utangnya kepada tingkat rata-rata utangnya dalam jangka panjang. Pada dasarnya teori *static trade off* merupakan analisis biaya manfaat utang, dengan adanya penggunaan utang akan menimbulkan biaya bunga (*cost of debt*) yang kemudian menurunkan pembayaran pajak dan menaikkan laba setelah pajak. Sehingga dalam pengambilan keputusan struktur modal yang berhubungan dengan penggunaan utang memiliki banyak manfaat positif yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Menurut Brigham dan Ehrhardt (2011), *signaling theory* adalah suatu perilaku manajemen perusahaan untuk memberikan petunjuk kepada investor mengenai pandangan manajemen pada prospek perusahaan untuk masa mendatang. Informasi yang dipublikasikan sebagai pengumuman juga akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Pada saat informasi diumumkan dan semua pelaku pasar akan menginterpretasikan dan menganalisis terlebih dahulu informasi tersebut untuk dapat menyimpulkan sinyal apa yang diberikan oleh informasi tersebut,

apakah itu sinyal baik (*good news*) ataukah sinyal buruk (*bad news*) (Jogiyanto, 2013). Jika pengumuman tersebut mengandung sinyal positif, maka pasar diharapkan akan Bereaksi positif sewaktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar dan begitu pula sebaliknya.

Kepemilikan Manajerial (*Managerial Ownership*)

Kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) merupakan suatu kondisi dimana manajer mengambil sebagian dalam struktur modal perusahaan atau manajer tersebut berperan ganda sebagai manajer sekaligus pemegang saham (Sugiarto, 2011), sedangkan menurut Wahidahwati (2012), kepemilikan manajerial adalah tingkat kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, seperti direktur dan komisaris. Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen (direktur dan eksekutif) suatu perusahaan (Maftukhah, 2013). Menurut Ross *et al.* (2015), adanya kepemilikan manajerial akan membuat manajer termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya dan dapat menurunkan konflik keagenan antara manajer dengan pemilik perusahaan.

Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*)

Kepemilikan institusional adalah proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi pada akhir tahun yang diukur dalam persentase, tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunistic manager*, yaitu manager melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya. Peranan dari investor institusi sebagai pemegang kepemilikan institusional adalah sebagai pengawas dan pengontrol kegiatan manajer yang tidak optimal (Kararti, 2014). Jensen dan Meckling (1976), menyatakan bahwa pemegang saham institusi dalam proporsi

yang besar memiliki kekuatan dan insentif yang lebih besar untuk mengontrol manajemen guna memaksimalkan nilai perusahaan dan memaksimalkan kesejahteraan pemilik (*shareholder*).

Arus Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Menurut Jensen dan Meckling (1986), arus kas bebas (*free cash flow*) adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki nilai *net present value* positif. Ross *et al*, (2015) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas diskresioner yang tersedia bagi perusahaan. *Free cash flow* adalah kas dari aktivitas operasi dikurangi *capital expenditure* yang dibelanjakan perusahaan untuk memenuhi kapasitas produksi saat ini. *Free cash flow* dapat digunakan untuk penggunaan diskresioner seperti akuisisi dan pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan (*growthoriented*), pembayaran utang, dan pembayaran kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Semakin besar *Free cash flow* yang tersedia dalam satu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran utang dan dividen.

Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Ukuran perusahaan merupakan suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecilnya perusahaan dengan berbagai cara antara lain dengan total aktiva, log, *size*, nilai pasar saham dan lain-lain (Prasetyorini, 2013). Ukuran perusahaan menunjukkan aktivitas perusahaan yang dimiliki perusahaan. Riyanto (2011) berpendapat bahwa perusahaan yang besar dengan sebaran saham perusahaan yang besar, akan memiliki dampak yang kecil terhadap hilangnya kontrol dari pihak dominan terhadap perusahaan, jadi perusahaan yang berukuran besar cenderung lebih berani untuk mengeluarkan saham baru guna memenuhi kebutuhan perusahaan ketimbang perusahaan kecil. Umumnya perusahaan yang berukuran besar lebih mudah

untuk mendapat kepercayaan dari pihak kreditur untuk mendapatkan sumber pendanaan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan (Pramana dan Mustanda, 2016).

Struktur Modal (*Capital Structure*)

Struktur modal menurut (Annastasia dan Lorenza, 2019) merupakan pembelanjaan permanen dimana mencerminkan Pertimbangan antara sejumlah utang jangka panjang dengan modal sendiri. Struktur modal menunjukkan berapa besar modal yang diperoleh dari pihak luar perusahaan dan dari pemilik. Semakin besar liabilitas perusahaan semakin tinggi risiko bagi pemberi dana (Safitri dan Asyik, 2015). Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa seorang manajer keuangan dalam mengambil keputusan pendanaan harus mempertimbangkan secara teliti mengenai sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih, karena pemilihan keputusan pendanaan yang optimum akan menghasilkan total biaya keagenan dan biaya kebangkrutan yang minimum.

Nilai Perusahaan (*Firm Value*)

Nilai perusahaan adalah pandangan investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan. Nilai perusahaan tercermin dalam nilai pasar saham (Fama, 1978), sehingga harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan menjadikan masyarakat percaya pada kondisi kinerja perusahaan saat ini dan prospek perusahaan di masa mendatang. Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan. Dalam penelitian ini nilai perusahaan diukur menggunakan *Tobin's Q* yang merupakan indikator untuk mengukur kinerja perusahaan, khususnya tentang nilai perusahaan yang menunjukkan suatu performa manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan, model ini merupakan salah satu model analisis keuangan yang mengguna-

kan rasio untuk mengetahui kinerja perusahaan melalui potensi perkembangan harga saham, potensi kemampuan manajer dalam mengelola aktiva perusahaan dan potensi pertumbuhan investasi.

Pengembangan Hipotesis

Dalam model penelitian Gambar 1 terdapat dua hubungan variabel yaitu hubungan langsung antara variabel prediktor (independen) dan variabel kriteria (dependen) dan hubungan tidak langsung variabel prediktor (independen) dan variabel kriteria (dependen) melalui variabel mediator.

Hubungan langsung antara variabel prediktor (independen) dan variabel kriteria (dependen), terdiri dari: 1). Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, arus kas bebas, ukuran perusahaan terhadap struktur modal, 2). Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, arus kas bebas, ukuran perusahaan, struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Hubungan tidak langsung variabel prediktor (independen) dan variabel kriteria (dependen) melalui variabel mediator yaitu: pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, arus kas bebas, ukuran perusahaan terhadap nilai perusa-

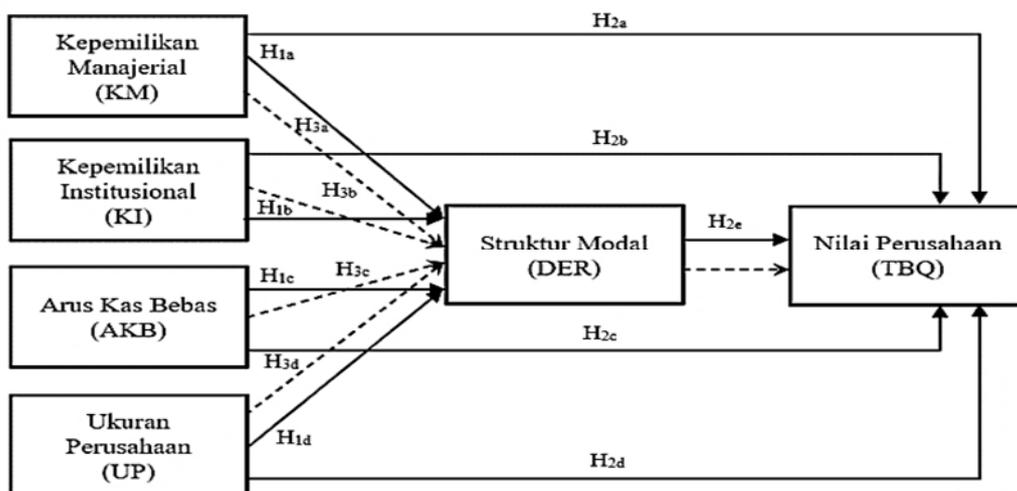
haan melalui struktur modal dapat dilihat pada Gambar 1.

Kepemilikan Manajerial terhadap Struktur Modal

Dalam hal penentuan keputusan pendanaan (*financing decision*), berbeda dengan pemegang saham yang cenderung memilih menggunakan sumber dana eksternal berupa utang, manajer akan cenderung memilih menggunakan sumber dana internal yang berupa laba ditahan, atau menggunakan sumber dana eksternal berupa ekuitas, dengan menerbitkan saham.

Pendanaan menggunakan laba ditahan ataupun penerbitan saham akan lebih mengurangi beban manajer, dibandingkan apabila manajer menggunakan pendanaan dalam bentuk utang (Annastasia dan Lorenza, 2019). Hal ini sejalan dengan penelitian Maftukhah (2013) dan Murtini (2018) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan struktur modal. Berdasarkan penjabaran diatas, maka diambil hipotesis sebagai berikut:

H_{1a}: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap struktur modal.



Gambar 1
Model Penelitian

Sumber: Data olahan 2019

Kepemilikan Institusional terhadap Struktur Modal

Adanya kepemilikan institusional akan memastikan bahwa manajer tidak melakukan hal yang berdampak negatif terhadap nilai perusahaan, seperti mengambil keputusan investasi yang akan menyebabkan kerugian pemilik dan pemegang saham perusahaan atau menggunakan laba perusahaan untuk kepentingan manajemen, karena itulah keberadaan dari kepemilikan institusional mempengaruhi penurunan penggunaan dana perusahaan oleh perusahaan (Annastasia dan Lorenza, 2019). Dalam hal pemilihan pendanaan, investor institusi lebih memilih untuk menggunakan utang sebagai solusi pendanaan, menurut mereka penerbitan saham baru akan memberikan sinyal negatif kepada investor, karena penerbitan saham baru ini akan memperkecil presentase kepemilikan mereka, dan hal tersebut sangat tidak diinginkan oleh mereka. Hal ini sejalan dengan penelitian Maftukhah (2013), menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan struktur modal.

Berdasarkan penjabaran di atas, maka diambil hipotesis sebagai berikut:

H_{1b}: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Arus Kas Bebas Terhadap Struktur Modal

Arus kas bebas adalah kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap (Ross *et al.*, 2015). Arus kas bebas dapat menimbulkan konflik kepentingan antara pemilik/pemegang saham dan manajer, ketika arus kas bebas tinggi, manajer cenderung ingin memutar dana tersebut untuk diinvestasikan pada proyek-proyek yang menguntungkan, agar dapat mendapatkan keuntungan lebih sehingga nantinya akan dapat meningkatkan insentif manajer (Hasan, 2014), hal itu berkebalikan dengan keinginan pemilik dan pemegang saham yang menginginkan sisa dana tersebut untuk dibagikan dalam bentuk

dividen untuk meningkatkan kesejahteraan mereka. Menurut penelitian Hasan (2014), arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan struktur modal, karena semakin tinggi arus kas bebas, maka pemilik akan cenderung untuk memilih pendanaan menggunakan utang untuk membatasi sifat oportunistis manajer.

Berdasarkan penjabaran di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_{1c}: Arus kas bebas berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Ukuran perusahaan menunjukkan aktivitas perusahaan yang dimiliki perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan berarti semakin besar aktiva yang bisa dijadikan jaminan untuk memperoleh utang sehingga utang akan meningkat. Perusahaan besar memiliki kebutuhan dana yang besar untuk membiayai aktivitasnya, karena itu semakin besar ukuran perusahaan maka akan cenderung memiliki semakin tinggi pula utang jangka panjangnya. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Dharmawan (2015); Wijaya (2019); Isnawati dan Widjajanti (2019) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap struktur modal.

Berdasarkan penjabaran di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H_{1d}: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Adanya kepemilikan manajerial akan menyelaraskan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan kerugian apabila keputusan yang diambil salah terutama keputusan mengenai utang. Dengan demikian manajer ikut memiliki perusahaan sehingga manajer tidak bertindak seenaknya dan akan semakin hati-hati dalam menggunakan utang dan berusaha

ha meminimumkan biaya keagenan, hal ini akan membuat kinerja perusahaan semakin optimal, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan (Handayani, 2017). Hal ini sejalan dengan penelitian Handayani (2017) kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan penjabaran di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_{2a}: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan

Adanya kepemilikan institusional akan memastikan bahwa manajer tidak melakukan hal yang berdampak negatif terhadap nilai perusahaan, seperti mengambil keputusan investasi yang akan menyebabkan kerugian pemilik dan pemegang saham perusahaan atau menggunakan laba perusahaan untuk kepentingan manajemen, karena itulah keberadaan dari kepemilikan institusional mempengaruhi penurunan penggunaan dana perusahaan oleh perusahaan (Annastasia dan Lorenza, 2019). Menurut Murtini (2018) semakin besar kepemilikan institusional, maka semakin besar pula kekuatan suara dan dorongan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan, sehingga akan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan juga dapat meningkat ketika kepemilikan institusional mampu menjadi alat monitoring yang efektif. Hal ini sejalan dengan penelitian Maftukhah (2013) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan penjabaran di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_{2b}: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Arus Kas Bebas terhadap Nilai Perusahaan

Arus kas bebas yang tinggi dalam perusahaan akan memberikan sinyal positif terhadap investor, tentang prospek perusahaan di masa depan yang bagus dan menggambarkan kemampuan penciptaan

kas di masa depan Mansourlakoraj dan Sepasi (2015). Arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan dan nilai perusahaan, semakin tinggi arus kas bebas dalam suatu perusahaan, maka kinerja perusahaan akan semakin baik. Dari sini dapat dilihat bahwa *free cash flow* yang tinggi akan dapat meningkatkan nilai perusahaan, hal ini sejalan dengan Sari dan Wirajaya (2017) serta Mansourlakoraj dan Sepasi (2015) yang berpendapat bahwa *free cash flow* yang tinggi akan meningkatkan optimalisasi nilai perusahaan.

Berdasarkan penjabaran di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_{2c}: Arus kas bebas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan

Sebuah perusahaan yang besar akan mampu mempertahankan keberadaannya dengan baik, karena memiliki akses yang mudah di dalam pasar modal jika dibandingkan dengan perusahaan yang kecil. Karena aksesibilitas yang mudah terhadap pasar modal berarti memiliki fleksibilitas yang besar dan kemampuan untuk mengumpulkan dana dalam waktu singkat, dengan demikian perusahaan besar biasanya mampu membayarkan rasio dividen yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan kecil dan menaikkan nilai perusahaan sehingga banyak investor yang tertarik untuk berinvestasi. Menurut penelitian Wijaya (2019); Anjarwati *et al.* (2016) serta Isnawati dan Widjajanti (2019), ukuran perusahaan memiliki hubungan positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan penjabaran di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_{2d}: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Penggunaan utang, dalam jumlah tertentu, memang akan dapat mengontrol tindakan oportunistik manajemen, menurunkan konflik keagenan, dan mengoptimal-

kan kinerja manajemen sehingga dapat menaikkan kinerja perusahaan, yang pada akhirnya akan menaikkan nilai perusahaan. Tetapi hal ini hanya dapat terjadi apabila penggunaan utang tidak terlalu tinggi, karena penggunaan utang yang terlalu tinggi akan membuat perusahaan terekspos resiko gagal bayar (*default risk*) yang tinggi dan memberikan sinyal negatif kepada investor mengenai adanya resiko kebangkrutan (*financial distress*), yang pada akhirnya akan menurunkan nilai perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian Pasaribu dan Sulasmiyati (2016) yang menyatakan Struktur Modal berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan.

Berdasarkan penjabaran di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:
H_{2c}: Struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Tidak Langsung antara Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan melalui Struktur Modal

Adanya kepemilikan manajerial akan dapat menyelaraskan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan kerugian apabila keputusan yang diambil salah terutama keputusan mengenai utang. Manajer tentunya tidak ingin perusahaan mengalami *finansial distress* dan dilanda risiko kebangkrutan, karena apabila terjadi kebangkrutan, maka manajer pun akan mengalami kerugian, baik sebagai manajer maupun sebagai pemegang saham, karena itulah manajer akan semakin berhati-hati dalam pengambilan keputusan utang, dan akan cenderung menurunkan rasio utang, untuk menurunkan risiko kebangkrutan dan mengoptimalkan struktur modal. Hal ini berkebalikan dengan penelitian Warapsari dan Suaryana (2016) yang menyatakan kebijakan utang tidak memediasi hubungan antara kepemilikan manajerial dan institusional terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan penjabaran di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H_{3a}: Struktur modal memediasi pengaruh antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Tidak Langsung antara Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan melalui Struktur Modal

Peran dari investor institusi adalah sebagai supervisi dan pengontrol aktivitas manajer yang tidak optimal (Kararti, 2014). Adanya kepemilikan institusional akan memastikan bahwa manajer tidak melakukan hal yang berdampak negatif terhadap nilai perusahaan, seperti mengambil keputusan investasi yang akan menyebabkan kerugian pemilik dan pemegang saham perusahaan atau menggunakan laba perusahaan untuk kepentingan manajemen, karena itulah keberadaan dari kepemilikan institusional mempengaruhi penurunan penggunaan dana perusahaan oleh perusahaan (Annastasia dan Lorenza, 2019). Dalam hal pemilihan pendanaan, kepemilikan institusional lebih memilih untuk menggunakan utang sebagai solusi pendanaan, menurut *outside blockholder* penerbitan saham baru akan memberikan sinyal negatif kepada investor, karena penerbitan saham baru ini akan memperkecil presentase kepemilikan mereka, dan hal tersebut sangat tidak diinginkan oleh mereka (Maftukhah, 2013). Hal ini berkebalikan dengan penelitian Warapsari dan Suaryana (2016) yang menyatakan kebijakan utang tidak memediasi hubungan antara kepemilikan manajerial dan institusional terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan penjabaran di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:
H_{3b}: Struktur modal memediasi pengaruh antara kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Tidak Langsung antara Arus Kas Bebas terhadap Nilai Perusahaan melalui Struktur Modal

Arus kas bebas yang tinggi dalam perusahaan akan memberikan sinyal positif terhadap investor, tentang prospek perusahaan di masa depan yang bagus dan

mengambarkan kemampuan penciptaan kas di masa depan Sari dan Wirajaya (2017). Dari sini dapat dilihat bahwa arus kas bebas yang tinggi akan dapat meningkatkan nilai perusahaan, hal ini sejalan dengan Sari dan Wirajaya (2017) berpendapat bahwa arus kas bebas yang tinggi akan meningkatkan optimalisasi nilai perusahaan, tetapi arus kas bebas dapat menimbulkan konflik kepentingan antara pemilik/pemegang saham dan manajer, manajer cenderung ingin memutar dana tersebut untuk diinvestasikan pada proyek-proyek yang menguntungkan, agar dapat mendatangkan keuntungan lebih sehingga nantinya akan dapat meningkatkan insentif manajer (Hasan, 2014), tetapi terkadang arus kas bebas yang tinggi membuat manajer cenderung melakukan *over-investment* (Munandar dan Kusumawati, 2017). Menurut penelitian Hasan (2014), arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan struktur modal, karena semakin tinggi arus kas bebas, maka pemilik akan cenderung untuk memilih pendanaan menggunakan utang untuk mengurangi konflik agensi. Hal ini sesuai dengan penelitian Sari dan Wirajaya (2017) yang menyatakan bahwa kebijakan utang merupakan variabel intervening antara pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan penjabaran di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:
 H_{3c} : Struktur modal memediasi pengaruh antara arus kas bebas terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Tidak Langsung antara Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan melalui Struktur Modal

Ukuran perusahaan menunjukkan aktivitas perusahaan yang dimiliki perusahaan, karena itulah semakin besar ukuran suatu perusahaan maka semakin besar dana yang dibutuhkan untuk membiayai aktivitas perusahaan tersebut. Hal inilah yang membuat perusahaan dengan ukuran yang besar, akan cenderung memiliki *leverage* yang tinggi. Selain itu semakin besar ukuran perusahaan berarti semakin besar aktiva

yang bisa dijadikan jaminan untuk memperoleh utang sehingga utang akan meningkat. Perusahaan dengan skala ukuran yang besar, maka akan berdampak pada naiknya harga saham dan nilai perusahaan pun akan tinggi. Perusahaan dengan ukuran yang besar dianggap lebih mampu membebankan tingkat pengembalian investasi sehingga akan mengurangi ketidakpastian investor terhadap perusahaan tersebut (Dewi dan Sudiartha, 2017). Hal ini berkebalikan dengan penelitian Isnawati dan Widjajanti (2019) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak mampu memediasi hubungan antara kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan penjabaran di atas, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:
 H_{3d} : Struktur modal memediasi pengaruh antara ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Jenis penelitian dan Gambaran dari Populasi (Objek) Penelitian

Pada penelitian ini merupakan jenis penelitian kuantitatif, menurut Ghozali (2018) metode penelitian kuantitatif berlandaskan pada filsafat positivisme yang digunakan untuk meneliti pada populasi atau sampel tertentu, pengumpulan data menggunakan instrumen penelitian, analisis data bersifat kuantitatif atau statistik dengan tujuan untuk menguji hipotesis yang telah ditetapkan. Penelitian ini menggunakan studi kausal komparatif yang menunjukkan arah hubungan atas variabel bebas dengan variable terikat, selain mengukur kekuatan hubungan antar variabel. Tipe penelitian ini adalah *ex post facto* yaitu tipe penelitian yang datanya dikumpulkan setelah terjadinya suatu fakta atau peristiwa. Penelitian ini menggunakan perusahaan sektor properti dan *real estate* dari tahun 2014-2018 yang terdaftar di BEI dengan populasi sebanyak 53 perusahaan.

Teknik Pengambilan Sampel

Penelitian ini menggunakan jenis data sekunder dan pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode pengambilan sampel *purposive sampling*. Adapun kriteria perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: 1). Perusahaan sektor properti dan *real estate* yang *listing* secara berturut-turut di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian (2014-2018); 2). Perusahaan sektor properti dan *real estate* yang laporan keuangannya dapat diakses melalui Bursa Efek Indonesia dan atau situs resmi selama periode penelitian (2014-2018); 3). Perusahaan sektor properti dan *real estate* yang laporan keuangannya disajikan dalam kurs rupiah (Rp). Hasil akhir dari kriteria *purposive sampling* yang telah ditetapkan terdapat 40 perusahaan dan sesuai dengan tahun penelitian, sehingga total sampel yang diobservasi adalah 200 perusahaan.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Adapun variabel operasional yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu:

Variabel Dependen (Variabel Terikat)

Variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat karena adanya variabel bebas (Ghozali, 2018). Pada penelitian ini menggunakan *firm value* (nilai perusahaan) sebagai variabel dependen.

Nilai Perusahaan (TBQ)

Dalam penelitian ini nilai perusahaan diukur menggunakan *Tobin's Q*, yang merupakan indikator untuk mengukur kinerja perusahaan. Formula *Tobin's Q* (Altaf dan Shah, 2017) dirumuskan sebagai berikut:

$$Tobin's Q = \frac{MVE + Debt}{Total Aset}$$

Keterangan:

Tobin's Q = Nilai Perusahaan

MVE = Nilai Pasar Ekuitas = *Closing Price* x Jumlah saham yang beredar

Debt = Nilai buku dari total utang

Total Aset = Nilai buku dari total aktiva

Variabel Independen (Variabel Bebas)

Dalam penelitian ini terdapat empat variabel independen, yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, arus kas bebas, dan ukuran perusahaan.

Kepemilikan Manajerial (KM)

Dalam penelitian ini kepemilikan manajerial diukur dari seberapa besar persentase kepemilikan manajerial (direksi dan komisaris) (Kasmir, 2013) yang diformulasikan sebagai berikut:

$$KM = \frac{Total Saham Manajer}{Total Saham Beredar}$$

Kepemilikan Institusional (KI)

Dalam penelitian ini kepemilikan institusional diukur dengan menggunakan persentase dari kepemilikan institusional perusahaan yang berbadan hukum atau yang dimiliki oleh bank, dana pensiun, asosiasi, tabungan dan pinjaman, perusahaan asuransi dan lembaga pengelola reksadana (Kasmir, 2013), secara matematis diformulasikan sebagai berikut :

$$KI = \frac{Total Saham Institusi}{Total Saham Beredar}$$

Arus Kas Bebas (AKB)

Arus kas bebas (*free cash flow*) merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap (Ross *et al.*, 2015), yang dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$AKB = AKO - PM - MKB$$

Keterangan:

AKB = Arus Kas Bebas

AKO = Aliran Kas Operasi Perusahaan

PM = Pengeluaran Modal Bersih

MKB = Modal Kerja Bersih Perusahaan

Arus kas bebas diukur dengan membagi total *asset* pada periode yang sama dengan tujuan agar lebih *comparable*, sehingga perhitungan arus kas bebas menjadi *relative*

terhadap ukuran perusahaan, dalam hal ini dengan total aset.

$$\frac{\text{Arus Kas Bebas}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

Ukuran Perusahaan (UP)

Dalam penelitian ini ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan logaritma natural dari total aset, yang dirumuskan sebagai berikut (Jogiyanto, 2013:

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

Keterangan:

Ln = Logaritma natural

Variabel Intervening

Variabel intervening adalah variabel yang mempengaruhi hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen menjadi hubungan yang tidak langsung. Variabel intervening yang digunakan yaitu struktur modal (*capital structure*).

Stuktur Modal (DER)

Kebijakan struktur modal perusahaan merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan (dana) dari pihak ketiga untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Struktur modal dapat juga disebut sebagai perimbangan antara modal eksternal atau utang dengan modal sendiri. Struktur Modal (*capital structure*) dalam penelitian ini dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) yang dihitung berdasarkan rumus (Kasmir, 2013) berikut:

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

Teknik Analisis Data Uji Statistik Deskriptif

Menurut Ghozali (2018), analisis statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari maksimum, minimum, nilai rata-rata (*mean*), dan standar deviasi.

Statistik Inferensial.

Statistik inferensial merupakan statistika yang digunakan untuk menganalisa

data sampel dan hasilnya akan digeneralisasikan atau disimpulkan untuk populasi dari asal sampel itu diambil (Sutopo dan Slamet, 2017). Analisis dalam penelitian ini mencakup hal-hal sebagai berikut: 1). Model Spesifikasi; 2). Uji Asumsi Klasik; 3). Uji Spesifikasi Model; dan 4). Uji Hipotesis.

Spesifikasi Model

Dalam penelitian ini terdapat dua kelompok model yaitu pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung (mediasi), pengaruh langsung terdiri dari dua spesifikasi model untuk menguji sembilan hipotesis sedangkan pengaruh tidak langsung (mediasi) terdiri dari tiga spesifikasi dan masing- masing spesifikasi dengan tiga tahap untuk menguji empat hipotesis.

Pengaruh Langsung (Model 1 dan Model 2) Model hipotesis 1 (H_{1a} - H_{1d}) :
 $\text{DER} = \alpha + \rho_1\text{KM} + \rho_2\text{KI} + \rho_3\text{AKB} + \rho_4\text{UP} + e_1$
 (Regresi 1)

Model hipotesis 2 (H_{2a} - H_{2e}) :
 $\text{TBQ} = \alpha + \rho_5\text{KM} + \rho_6\text{KI} + \rho_7\text{AKB} + \rho_8\text{UP} + \rho_9\text{DER} + e_2$ (Regresi 2)

Pengaruh Tidak Langsung (Model 3) Model hipotesis 3 (H_{3a} - H_{3c}) :
 Hipotesis H_{3a} :
 $\text{TBQ} = \alpha + \rho_1\text{KM} + e_1$ (Regresi 1)
 $\text{DER} = \alpha + \rho_2\text{KM} + e_2$ (Regresi 2)
 $\text{TBQ} = \alpha + \rho_3\text{KM} + \rho_4\text{DER} + e_3$ (Regresi 3)

Hipotesis H_{3b} :
 $\text{TBQ} = \alpha + \rho_1\text{KI} + e_1$ (Regresi 1)
 $\text{DER} = \alpha + \rho_2\text{KI} + e_2$ (Regresi 2)
 $\text{TBQ} = \alpha + \rho_3\text{KI} + \rho_4\text{DER} + e_3$... (Regresi 3)

Hipotesis H_{3c} :
 $\text{TBQ} = \alpha + \rho_1\text{AKB} + e_1$ (Regresi 1)
 $\text{DER} = \alpha + \rho_2\text{AKB} + e_2$ (Regresi 2)
 $\text{TBQ} = \alpha + \rho_3\text{AKB} + \rho_4\text{DER} + e_3$ (Regresi 3)

Hipotesis H_{3d} :
 $\text{TBQ} = \alpha + \rho_1\text{UP} + e_1$ (Regresi 1)
 $\text{DER} = \alpha + \rho_2\text{UP} + e_2$ (Regresi 2)
 $\text{TBQ} = \alpha + \rho_3\text{UP} + \rho_4\text{DER} + e_3$... (Regresi 3)

Keterangan:

KM = Kepemilikan Manajerial

KI = Kepemilikan Institusional

- AKB = Arus Kas Bebas
- UP = Ukuran Perusahaan
- DER = Struktur Modal
- TBQ = Nilai Perusahaan
- α = Konstanta
- ρ_1, ρ_3, ρ_4 = Koefisien KM, KI, AKB, UP, DER dengan TBQ
- ρ_2 = Koefisien KM, KI, AKB, UP dengan DER
- e_1, e_3 = Residual atas nilai perusahaan
- e_2 = Koefisien atas struktur modal

Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik digunakan untuk mengetahui apakah hasil analisis regresi linier berganda yang digunakan untuk menganalisis dalam penelitian ini terbebas dari penyimpangan asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, multikolinieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi.

Uji Spesifikasi Model

Uji ini digunakan untuk melihat apakah spesifikasi model yang digunakan sudah benar atau tidak. Dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dikarenakan dapat menjelaskan pengaruh antara variabel dependen dengan beberapa variabel independen. Analisis ini diawali dengan: 1) Uji *Goodness of Fit* (Uji F), 2) Uji Koefisien Determinasi (R^2), dan 3) Uji Hipotesis (Uji t)

Uji *Goodness of Fit* (Uji F)

Pengujian ini bertujuan untuk menguji model (sesuai) fit atau tidak (Ghozali, 2018).

Uji F dilakukan dengan melihat signifikansi F pada output hasil regresi dengan signifikansi 0,05 ($\alpha=5\%$). Jika nilai signifikansi lebih besar dari α maka model penelitian tidak layak atau model regresi tidak dapat digunakan, artinya model regresi tidak fit. Jika nilai signifikansi lebih kecil dari α maka model penelitian sudah layak atau model regresi diterima, yang berarti bahwa model regresi fit.

Koefisien Determinasi (R^2)

Menurut Ghozali (2018) koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Besarnya koefisien determinasi adalah 0 sampai dengan 1. Semakin R^2 mendekati angka 1 maka semakin besar pengaruh semua variabel independen terhadap variabel dependen, sedangkan semakin R^2 mendekati angka 0 maka semakin kecil pengaruh semua variabel independen terhadap variabel dependen.

Uji Hipotesis (Uji Statistik t)

Menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variabel dependen (Ghozali, 2018). Uji Statistik t dilakukan dengan melihat signifikansi t masing-masing variabel pada output hasil regresi dengan signifikansi 0,05 ($\alpha=5\%$).

Tabel 1
Statistik Deskriptif

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|-----------------------------|-----|---------|---------|--------|----------------|
| KM | 162 | .000 | .646 | .039 | .121 |
| KI | 162 | .054 | 1.000 | .0697 | .252 |
| AKB | 162 | -.950 | .263 | -.197 | .237 |
| UP | 162 | 25.043 | 31.670 | 29.116 | 1.519 |
| DER | 162 | .035 | 3.065 | .721 | .521 |
| TBQ | 162 | .123 | 1.883 | .842 | .345 |
| Valid N (<i>listwise</i>) | 162 | | | | |

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan Properti dan Real Estate 2014-2018

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Hasil Penelitian

Obyek dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2014-2018. Sampel penelitian ini berjumlah total 200 perusahaan properti dan *real estate*. Data yang relevan dengan variabel-variabel dalam penelitian ini kemudian diolah dengan SPSS versi 24. Pengujian yang dilakukan dalam penelitian ini adalah statistik deskriptif, uji asumsi klasik, uji *goodness of fit*, uji hipotesis, regresi linier berganda dan *simple mediation* dengan strategi *causal step*.

Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang memberikan informasi mulai dari minimum, maksimum, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi dari setiap variabel penelitian. Hasil analisis statistik deskriptif ini terdapat pada tabel 1.

Hasil tabel 1 menunjukkan variabel KM memiliki nilai minimum sebesar 0,000% yang dimiliki oleh ASRI, BCIP, BIPP, BKSL, BSDE, DART, DILD, DUTI, ELTY, GAMA, FMII, GMTD, JRPT, LPCK, MDLN, NIRO, MORE, RODA, MTSM, dan SMDM. Perusahaan-perusahaan di atas sebagian besar sahamnya dipegang oleh investor institusional, sehingga kepemilikan manajerial mungkin dianggap tidak diperlukan, karena pengawasan yang dilakukan oleh investor institusional sudah dirasa cukup ketat. Nilai kepemilikan manajerial maksimum sebesar 0,646% dimiliki oleh SMRA, hal ini dimungkinkan karena sebagian besar saham dimiliki oleh keluarga yang juga menjabat posisi manajerial dalam perusahaan. Nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0,039 dan memiliki standar deviasi sebesar 0,121. Nilai rata-rata (*mean*) yang cukup rendah ini menunjukkan bahwa, kepemilikan manajerial belum dianggap sebagai sesuatu yang penting untuk menurunkan konflik agensi pada perusahaan dalam sektor properti.

Variabel KI memiliki nilai minimum sebesar 0,054 yang dimiliki oleh ELTY, hal ini

dikarenakan merupakan perusahaan keluarga yang sebagian besar sahamnya dipegang oleh anggota keluarga yang juga menjabat sebagai manajemen (direksi dan komisaris). Nilai maksimum sebesar 1,000 dimiliki oleh BEST. Nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0,697 dan memiliki standar deviasi sebesar 0,252. Nilai mean yang tinggi menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dianggap penting karena dapat melakukan fungsi pengawasan terhadap kinerja manajemen.

Variabel AKB terhadap total aset memiliki nilai minimum -95,00% setara dengan (11.764.660.057.143) yang dimiliki oleh LPCK dan nilai maksimum sebesar 0,263 atau setara 176.110.726.734 dimiliki oleh BCIP. Nilai rata-rata (*mean*) (0,197) setara dengan (2.408.909.328.797) dan memiliki standar deviasi sebesar 0,237 yang lebih tinggi dibanding nilai rata-rata menunjukkan perusahaan yang di jadikan sampel mempunyai kondisi arus kas bebas yang beragam (heterogen). Nilai mean yang sangat rendah menunjukkan bahwa terbukti perusahaan properti sedang mengalami stagnansi, dapat dilihat bahwa sebagian besar perusahaan properti tidak memiliki arus kas bebas yang dapat digunakan untuk mengembangkan perusahaan.

Variabel UP memiliki nilai minimum sebesar 25,043 yang dimiliki oleh MTSM, hal ini dikarenakan MTSM hanya bergerak di bidang sewa dan pengelolaan gedung. Nilai maksimum sebesar 31,670 dimiliki oleh LPKR, hal ini dikarenakan LPKR bergerak diberbagai bidang seperti perumahan, pengembangan lingkungan, rumah sakit, mall, hotel, dan manajemen aset. Nilai rata-rata (*mean*) sebesar 29,116 dan memiliki standar deviasi sebesar 1,519 menunjukkan data ukuran perusahaan tidak beragam (homogen).

Variabel DER memiliki nilai minimum sebesar 0,035 kali yang dimiliki oleh MORE dan nilai maksimum sebesar 3,065 kali dimiliki oleh COWL, hal ini dikarenakan COWL sedang melakukan kegiatan investasi. Nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0,721 kali dan memiliki standar deviasi sebesar 0,521.

Nilai *mean* yang tidak terlalu tinggi menyiratkan bahwa perusahaan dalam bidang properti dan *real estate* memahami pentingnya menjaga tingkat penggunaan utang yang optimal, dikarenakan penggunaan utang yang terlalu tinggi akan cenderung untuk menurunkan nilai perusahaan.

Variabel TBQ memiliki nilai rasio minimum sebesar 0,123 yang dimiliki oleh MORE hal ini dikarenakan adanya penurunan kinerja perusahaan pada tahun 2019, 2018 dan 2017. Nilai maksimum sebesar 1,883 dimiliki oleh BCIP, hal ini dikarenakan BCIP saat ini sedang melakukan investasi beberapa proyek dan *history* penjualan properti yang bagus selama beberapa tahun terakhir, memberikan sinyal positif kepada investor sehingga nilai perusahaan tinggi. Nilai rata-rata (*mean*) sebesar 0,842 dan memiliki standar deviasi sebesar 0,521. Nilai mean yang cukup rendah membuktikan bahwa perusahaan properti dan *real estate* saat ini sedang mengalami stagnansi, sehingga kemungkinan kebanyakan investor tidak memilih untuk berinvestasi pada perusahaan dalam sektor properti dan *real estate*.

Hasil Pengujian Asumsi Klasik

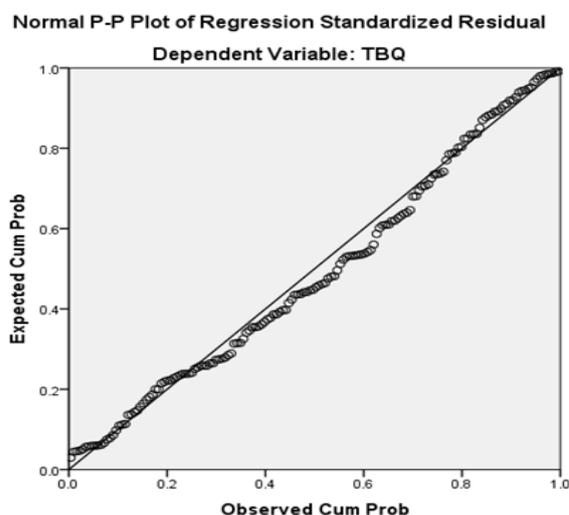
Sebelum dilakukan analisis regresi linier berganda, perlu dilakukan beberapa pengujian untuk memastikan model yang digunakan dalam penelitian memenuhi kriteria BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*), sehingga layak dipergunakan dan di uji lebih lanjut. Pengujian yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah Uji Normalitas, Uji Heterokesdastisitas, Uji Multikolinearitas dan Uji Autokorelasi.

Uji Normalitas

Uji normalitas untuk mengetahui apakah distribusi data normal atau tidak, dapat dilakukan dengan uji P-P Plot *Regression Standardized*.

Berdasarkan diagram *P-P Plot* pada Gambar 2 dapat diketahui bahwa titik-titik menyebar disekitar garis lurus. Hal ini menunjukkan bahwa data penelitian diambil dari populasi terdistribusi normal sehingga

model regresi layak digunakan karena memenuhi uji normalitas.

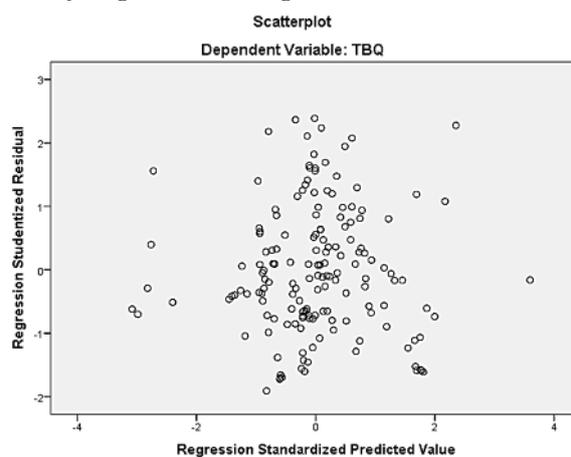


Gambar 2
Hasil SPSS Sesudah Outlier
Grafik Normal P-P Plot

Sumber: Data Sekunder (Diolah)

Uji Heterokesdastisitas

Uji heterokesdastisitas untuk mengetahui apakah ada atau ketidaksamaan varian dari residual suatu pengamatan ke pengamatan lain dapat dilakukan dengan uji *Scatter Plot*, berikut adalah hasil Uji *Scatter Plot* yang diolah dengan SPSS.



Gambar 3
Hasil SPSS Sesudah Outlier
Scatterplot

Sumber: Data Sekunder (Diolah)

Berdasarkan gambar 3 *scatter plot*, dapat dilihat bahwa titik-titik temu tidak membentuk pola tertentu dan menyebar.

Hal ini menunjukkan bahwa model regresi diasumsikan tidak terdapat peoblem heterokedstisitas.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinieritas untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variable bebas (independen). Untuk mengetahui apakah ada atau tidak korelasi antar variabel bebas dapat dilakukan dengan Uji *Tolerance* dan *Variance Inflation Factor* (VIF). Hasil perhitungan *Tolerance* menunjukkan tidak ada variabel independen yang memiliki nilai *Tolerance* kurang dari 0,10 dan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) juga menunjukkan hal yang sama tidak ada satu variabel independen yang memiliki VIF lebih dari 10. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas antara variable independen dalam model regresi.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi memiliki tujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu $t-1$. Untuk mengetahui terjadi autokorelasi dapat dilakukan dengan uji Durbin Watson. Berdasarkan Tabel 2 Durbin Watson, signifikansi 5% dengan jumlah sampel 60 dan jumlah variable independen 3 ($n = 60$ dan $k = 3$) maka didapatkan nilai $du = 1,8063$ dan $dl = 1,680$ sehingga didapatkan $4-du = 2,1937$. Dikarenakan hasil uji Durbin-Watson tersebut dimana hasilnya dibawah nilai dU ($1,8063 < 1,970 < 2,1937$) maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada autokorelasi positif maupun negatif.

Tabel 2
Tabel Durbin-Watson (DW), $\alpha = 5\%$

| N | K=5 | |
|-----|--------|--------|
| | dL | dU |
| 160 | 1.6776 | 1.8063 |

Sumber: Ghozali, 2018

Uji Kecocokan Model (*Goodness of Fit*)

Pengujian kecocokan model bertujuan untuk menguji kecocokan model yang digunakan dalam penelitian. Model dalam penelitian ini diuji menggunakan uji F dan koefisien determinasi dan uji statistik t. Hasil nilai F hitung pada model penelitian sebesar 4,705 dengan taraf signifikansi sebesar 0,000 dimana $0,000 < 0,05$ artinya model persamaan regresi yang dipergunakan dalam penelitian ini layak.

Uji Determinasi (R^2)

Hasil uji koefisien determinasi untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menjelaskan variasi variabel dependen. Hasil uji koefisien determinasi menunjukkan nilai *R square* (R^2) sebesar 0,132 atau sebesar 13,2%, bahwa *variable* nilai perusahaan dapat dijelaskan sebesar 13,2% oleh variabel bebasnya yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, arus kas bebas, ukuran perusahaan dan struktur modal. Sedangkan sisanya sebesar 86,8% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak disertakan dalam model penelitian ini.

Uji Hipotesis

Pengaruh langsung (Model 1 dan Model 2)

Uji hipotesis ini menggunakan uji statistik t. Uji statistik t digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya pengaruh masing-masing variabel independen secara individual terhadap variabel dependen yang diuji pada tingkat signifikansi 5%. Hasil uji statistik t dapat dilihat pada Tabel 3.

Berdasarkan dari hasil uji statistik t pada Tabel 3, pengaruh antara variabel independen dengan variabel dependen adalah sebagai berikut: 1). Pengaruh KM terhadap DER menghasilkan nilai koefisien sebesar 0,214 dengan signifikan value sebesar 0,467. sehingga pengaruh KM terhadap DER tidak signifikan, maka hipotesis 1a (H_{1a}) ditolak; 2). Pengaruh KI terhadap DER menghasilkan nilai koefisien negatif sebesar -0,098 dengan signifikan *value* sebesar 0,543 sehingga pengaruh KI terhadap DER tidak signifikan, maka hipotesis 1b (H_{1b}) ditolak; 3). Pengaruh

AKB terhadap DER menghasilkan nilai koefisien sebesar 0,118 dengan signifikan *value* sebesar 0,477 sehingga pengaruh AKB terhadap DER tidak signifikan, maka hipotesis 1c (H_{1c}) ditolak; 4). Pengaruh UP terhadap DER menghasilkan nilai koefisien sebesar 0,080 dengan signifikan *value* sebesar 0,009 sehingga UP berpengaruh positif terhadap DER, maka hipotesis 1d (H_{1d}) diterima; 5). Pengaruh KM terhadap TBQ menghasilkan nilai koefisien negatif sebesar -0,496 sehingga KM berpengaruh negatif terhadap TBQ, dan karena adanya perbedaan arah dengan hipotesis awal, maka hipotesis 2a (H_{2a}) ditolak; 6). Pengaruh KI terhadap TBQ menghasilkan nilai koefisien sebesar 0,134 dengan signifikan *value* sebesar 0,275 sehingga pengaruh KI tidak berpenga-

ruh terhadap TBQ, maka hipotesis 2b (H_{2b}) ditolak; 7). Pengaruh AKB terhadap TBQ menghasilkan nilai koefisien sebesar 0,002 dengan signifikan *value* sebesar 0,984 sehingga pengaruh AKB terhadap TBQ tidak signifikan, maka hipotesis 2c (H_{2c}) ditolak; 8). Pengaruh UP terhadap TBQ menghasilkan nilai koefisien sebesar 0,003 dengan signifikan *value* sebesar 0,886 sehingga pengaruh AKB terhadap TBQ tidak terbukti signifikan, maka hipotesis 2d (H_{2d}) ditolak; 9). Pengaruh DER terhadap TBQ menghasilkan nilai koefisien sebesar 0,208 dengan signifikan *value* sebesar 0,001 sehingga DER berpengaruh positif terhadap TBQ, dan dikarenakan adanya perbedaan arah dengan hipotesis awal, maka hipotesis 2e (H_{2e}) ditolak.

Tabel 3
Hasil Uji Statistik t

| No | Hubungan Variabel | Unstandardized Coefficients | Sig. | α-Value | Keterangan |
|-----------------|-------------------|-----------------------------|-------|---------|------------------|
| Model 1 | | | | | |
| H _{1a} | KM → DER | 0,214 | 0,467 | 0,05 | Tidak Signifikan |
| H _{1b} | KI → DER | -0,098 | 0,543 | 0,05 | Tidak Signifikan |
| H _{1c} | AKB → DER | 0,118 | 0,477 | 0,05 | Tidak Signifikan |
| H _{1d} | UP → DER | 0,080 | 0,009 | 0,05 | Signifikan |
| Model 2 | | | | | |
| H _{2a} | KM → TBQ | - 0,496 | 0,034 | 0,05 | Signifikan |
| H _{2b} | KI → TBQ | 0,134 | 0,275 | 0,05 | Tidak Signifikan |
| H _{2c} | AKB → TBQ | 0,002 | 0,984 | 0,05 | Tidak Signifikan |
| H _{2d} | UP → TBQ | 0,003 | 0,886 | 0,05 | Tidak Signifikan |
| H _{2e} | DER → TBQ | 0,208 | 0,001 | 0,05 | Signifikan |

Sumber: Data Sekunder dioleh, 2020

Tabel 4
Hasil Hipotesis Model 3 (H3a - H3d)

| Model | Regresi 1 | Regresi 2 | Regresi 3 | Keterangan |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|-------------------------------------|
| <i>Unstd. Coeff.</i> | | | | |
| (Constant) | 0,436 | 0,359 | 0,362 | DER tidak memediasi KM terhadap TBQ |
| KM | -0,620 | -0,021 | -0,616 | |
| Std. Error | 0,207 | 0,276 | 0,200 | |
| Sig. | 0,003* | 0,939 | 0,002* | |
| DER | | | 0,206 | |
| Sig. | | | 0,000* | |
| Std. Error | | | 0,057 | |
| <i>Unstd. Coeff.</i> | | | | |
| (Constant) | 0,340 | 0,392 | 0,256 | |

| | | | | |
|---------------------------|--------|--------|--------|---------------------|
| KI | 0,239 | -0,096 | 0,260 | DER tidak memediasi |
| <i>Std. Error</i> | 0,114 | 0,150 | 0,110 | KI terhadap TBQ |
| <i>Sig.</i> | 0,037* | 0,523 | 0,019* | |
| DER | | | 0,214 | |
| <i>Std. Error</i> | | | 0,058 | |
| <i>Sig.</i> | | | 0,000* | |
| <hr/> | | | | |
| <i>Unstd. Coeff.</i> | | | | |
| (Constant) | 0,434 | 0,375 | 0,357 | DER tidak memediasi |
| AKB | 0,097 | 0,161 | 0,064 | AKB terhadap TBQ |
| <i>Std. Error</i> | 0,128 | 0,166 | 0,124 | |
| <i>Sig.</i> | 0,450 | 0,333 | 0,608 | |
| DER | | | 0,205 | |
| <i>Std. Error</i> | | | 0,059 | |
| <i>Sig.</i> | | | 0,001* | |
| <hr/> | | | | |
| <i>Unstd. Coeff.</i> | | | | |
| (Constant) | -0,108 | -1,048 | 0,096 | DER memediasi UP |
| UP | 0,036 | 0,096 | 0,018 | terhadap TBQ |
| <i>Std. Error</i> | 0,022 | 0,028 | 0,022 | |
| <i>Sig.</i> | 0,014* | 0,001* | 0,432 | |
| DER | | | 0,195 | |
| <i>Std. Error</i> | | | 0,061 | |
| <i>Sig.</i> | | | 0,002* | |
| <hr/> | | | | |
| <i>Dependent Variable</i> | TBQ | DER | TBQ | |

* Signifikan pada tingkat 5%

Sumber: Output SPSS 24

Pengaruh Mediasi (Model 3)

Uji pengaruh mediasi ini menggunakan *simple mediation* dengan strategi *causal step*. Hasil uji *simple mediation* dapat dilihat pada tabel 4.

Berdasarkan pada Tabel 4, dapat diketahui bahwa: 1). DER tidak dapat memediasi pengaruh antara KM terhadap TBQ, karena ditemukan pada persamaan 2 bahwa KM tidak berpengaruh terhadap DER; 2). DER tidak dapat memediasi pengaruh antara KI terhadap TBQ, karena ditemukan pada persamaan 2 bahwa KI tidak berpengaruh terhadap DER; 3). DER tidak dapat memediasi pengaruh antara AKB terhadap TBQ, karena ditemukan pada persamaan 2 bahwa AKB tidak berpengaruh terhadap DER; 4). DER dapat memediasi pengaruh antara UP terhadap TBQ, karena pada persamaan 2, UP berpengaruh terhadap DER, setelah dimasukkan DER ke dalam persamaan 3, UP menjadi yang

awalnya signifikan pada persamaan 1 menjadi tidak signifikan.

Pembahasan

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Struktur Modal

Berdasarkan tabel 4 ditemukan, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap struktur modal, karena itu hipo-tesis 1a (H_{1a}) ditolak. Rendahnya persentase kepemilikan manajerial pada perusahaan properti dan *real estate* yang hanya sebesar 0,039 belum dianggap sebagai mekanisme yang penting untuk menurunkan konflik agensi pada perusahaan, sehingga membuat manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan keinginannya atau preferensinya, hal ini pula yang membuat manajemen tidak memiliki kendali dalam menentukan kebijakan struktur modal. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Warapsari dan Suaryana (2016) yang menyatakan bahwa

kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal

Berdasarkan tabel 4 ditemukan, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap struktur modal, sehingga hipotesis 1b (H_{1b}) ditolak. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Sadia dan Sujana (2017), Warapsari dan Suaryana (2016), Miraza dan Muniruddin (2017), serta Annastasia dan Lorenza (2019). Meskipun persentase kepemilikan institusional yang tinggi ini ternyata tidak mampu mempengaruhi keputusan struktur modal yang dibuat oleh manajer. Hal ini di karena peran dari investor institusional hanyalah sebatas mengawasi tindakan manajemen dan tidak berperan aktif dalam pengambilan keputusan mengenai struktur modal (Miraza dan Muniruddin, 2017), investor institusional melakukan pengawasan terhadap beberapa perusahaan, karena itu pengawasan yang dilakukan tidaklah terfokus pada satu perusahaan, (Sadia dan Sujana, 2017), sebagian besar perusahaan merupakan perusahaan keluarga, karena itu dimungkinkan kepemilikan saham dari pihak institusional didominasi oleh pihak yang tidak independen (berafiliasi satu sama lain) sehingga fungsi kepemilikan institusional sebagai pengawas bagi manajemen tidak dapat berjalan dengan sewajarnya.

Pengaruh Arus Kas Bebas Terhadap Struktur Modal

Berdasarkan tabel 4 ditemukan, arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap struktur modal, karena itu hipotesis 1c (H_{1c}). Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian penelitian Hardiningsih dan Oktaviani (2012), Pramiska (2016), Akbar dan Ruzikna (2017), serta Annastasia dan Lorenza (2019), yang menyatakan bahwa arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Kondisi arus kas bebas yang sangat heterogen/beragam yang membuat arus kas bebas tidak dapat mempengaruhi struktur

modal. Baik perusahaan yang memiliki arus kas bebas positif maupun negatif memiliki kebijakan utang yang hampir sama, bahkan terdapat beberapa perusahaan yang memiliki tingkat utang yang tinggi meskipun arus kas bebasnya besar.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal

Berdasarkan tabel 4, ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal, sehingga hipotesis 1d (H_{1d}) diterima. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Hermuningsih (2012), Hasan (2014), serta Wijaya (2019). Perusahaan dengan ukuran yang besar akan membutuhkan dana yang besar untuk mensupport kegiatan operasional serta kegiatan investasi perusahaan, selain itu perusahaan dengan ukuran yang besar memiliki aset yang tinggi yang bisa dijamin untuk mendapatkan utang dari kreditor, karena itulah perusahaan dengan ukuran yang besar akan cenderung untuk menggunakan utang jangka panjang untuk memenuhi kebutuhan pendanaan mereka.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan tabel 4 didapatkan, kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesis 2a (H_{2a}) ditolak. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian penelitian Sugiarto (2011), rendahnya persentase kepemilikan manajerial ini membuat manajemen tidak memiliki rasa ikut memiliki perusahaan, hal ini kemudian membuat manajemen kurang termotivasi untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Sugiarto, 2011), dari sini dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial belum dapat menjadi sarana/ mekanisme untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan tabel 4 diketahui, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terha-

dap nilai perusahaan, berarti besar kecilnya kepemilikan institusional tidak mempengaruhi nilai perusahaan, karena itulah dapat disimpulkan bahwa hipotesis 2b (H_{2b}) ditolak. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Annastasia dan Lorenza (2019). Ketidak mampuan kepemilikan intitusi mempengaruhi nilai perusahaan dikarenakan bahwa peran dari investor institusional hanyalah sebatas mengawasi tindakan manajemen dan tidak berperan aktif dalam pengambilan keputusan mengenai struktur modal (Miraza dan Muniruddin, 2017), dan menurut Sadia dan Sujana (2017) invenstor institusional melakukan pengawasan terhadap beberapa perusahaan karena itulah pengawasan yang dilakukan tidak terfokus pada satu perusahaan serta sebagian besar perusahaan merupakan perusahaan keluarga, dimana kepemilikan saham dari pihak institusional didominasi oleh pihak pihak yang tidak independen (berafiliasi satu sama lain) sehingga fungsi sebagai pengawas bagi manajemen tidak dapat berjalan dengan sewajarnya.

Pengaruh Arus Kas Bebas Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan tabel 4 diketahui, arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti besar kecilnya arus kas bebas tidak mempengaruhi besar kecilnya nilai perusahaan, karena itulah dapat disimpulkan bahwa hipotesis 2c (H_{2c}) ditolak. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Handayani (2017), Sadia dan Sujana (2017), serta Annastasia dan Lorenza (2019). Sebagian besar perusahaan memiliki besaran arus kas bebas dengan nilai negatif, tetapi meskipun begitu perusahaan dengan arus kas bebas negatif belum tentu memiliki nilai perusahaan yang rendah, banyak juga perusahaan dengan arus kas bebas negatif yang memiliki nilai perusahaan yang cukup tinggi, ketidak konsistenan data inilah yang kemudian membuat arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan tabel 4 diketahui, ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, karena itulah hipotesis 2d (H_{2d}) ditolak. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Suwardika dan Mustanda (2017) serta Dewi dan Sudiartha (2017). Dewasa ini investor tidak lagi mengambil keputusan investasi dengan melihat dari segi ukuran perusahaan tetapi melalui total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan dengan mempertimbangkan berbagai macam aspek sebelum melakukan pengambilan keputusan investas seperti halnya adalah kinerja perusahaan yang tercermin pada laporan keuangan, nama baik perusahaan, kebijakan dividen yang pernah dilakukan, dan juga kegiatan CSR yang dilakukan, serta kondisi ekonomi yang cenderung kurang stabil di Indonesia, yang mengakibatkan perusahaan mengalami stagnansi, semua ini akan membuat investor mempertimbangkan banyak hal sebelum melakukan investasi dalam perusahaan sektor properti dan *real estate*.

Pengaruh Stuktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan tabel 4 didapatkan, struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesa 2e (H_{2e}) ditolak, hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Anjarwati *et al.* (2016) serta Sari dan Wirajaya (2017). Hasil ini sesuai dengan teori *Modigliani Miller*, yang menyatakan bahwa penggunaan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan, karena akan mengakibatkan pengurangan atau penghematan pembayaran pajak dengan adanya biaya bunga yang akan mengurangi pendapatan kena pajak (PKP) (Sadia dan Sujana, 2017). Selain itu juga penggunaan utang dapat menurunkan konflik agensi serta membuat manajer bekerja keras dan lebih efisien, sehingga pada akhirnya akan dapat menaikkan nilai perusahaan.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Struktur Modal

Berdasarkan tabel 4 didapatkan, struktur modal tidak dapat memediasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan, oleh karena itu hipotesa 3a (H_{3a}) di tolak. Hal ini dikarenakan rendahnya kepemilikan manajerial membuat manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan keinginannya atau preferensinya, hal ini pula yang membuat manajemen tidak memiliki kendali dalam menentukan kebijakan struktur modal. Rendahnya persentase kepemilikan manajerial ini juga membuat manajemen tidak memiliki rasa ikut memiliki perusahaan, hal ini kemudian membuat manajemen kurang termotivasi untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Sugiarto, 2011).

Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Struktur Modal

Berdasarkan tabel 4 didapatkan, struktur modal tidak dapat memediasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan, oleh karena itu hipotesa 3b (H_{3b}) ditolak. Hal ini dikarenakan peran dari investor institusional sebatas mengawasi tindakan manajemen dan tidak berperan aktif dalam pengambilan keputusan mengenai struktur modal (Miraza dan Muniruddin, 2017), serta sebagian besar merupakan perusahaan keluarga yang dimungkinkan kepemilikan saham dari pihak institusional didominasi oleh pihak-pihak yang tidak independen (berafiliasi satu sama lain) sehingga fungsi kepemilikan institusional sebagai pengawas bagi manajemen tidak dapat berjalan dengan sewajarnya. Hal inilah yang kemudian membuat kepemilikan institusional tidak dapat menjadi fungsi monitoring yang maksimal, sehingga tidak mampu mempengaruhi struktur modal dan juga tidak bisa mengoptimalkan nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Sadia dan Sujana (2017); Warapsari dan Suaryana (2016); Miraza dan

Muniruddin (2017); serta Annastasia dan Lorenza (2019).

Pengaruh Arus Kas Bebas Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Struktur Modal

Berdasarkan tabel 4 didapatkan, struktur modal tidak dapat memediasi pengaruh arus kas bebas terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesa 3c (H_{3c}) di tolak. Dengan kondisi arus kas bebas yang sangat heterogen/beragam membuat arus kas bebas tidak dapat mempengaruhi struktur modal. Selain itu juga karena sebagian besar perusahaan memiliki besaran arus kas bebas dengan nilai negatif, tetapi meskipun begitu perusahaan dengan arus kas bebas negatif belum tentu memiliki nilai perusahaan yang rendah, banyak juga perusahaan dengan arus kas bebas negatif yang memiliki nilai perusahaan yang cukup tinggi. Keberagaman dan ketidak konsistensian data arus kas bebas pada akhirnya juga membuat arus kas bebas tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan Hardiningsih dan Oktaviani (2012); Pramiska (2016); Akbar dan Ruzikna (2017); Handayani (2017); Sadia dan Sujana (2017); serta Annastasia dan Lorenza (2019).

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Struktur Modal

Berdasarkan tabel 4 didapatkan, struktur modal dapat memediasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesis 3d (H_{3d}) diterima. Perusahaan dengan ukuran yang besar akan membutuhkan dana yang besar untuk mensupport kegiatan operasional serta kegiatan investasi perusahaan, selain itu perusahaan dengan ukuran yang besar memiliki aset yang tinggi yang bisa dijamin untuk mendapatkan utang dari kreditor, karena itulah perusahaan besar akan cenderung untuk menggunakan utang jangka panjang untuk memenuhi kebutuhan pendanaan mereka. Tingkat penggunaan utang yang tinggi nantinya akan menimbulkan penghematan pajak yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Anjarwati *et al.* (2016); Dewi dan Sudhiartha (2017) serta Isnawati dan Widjajanti (2019).

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisa serta mengukur pengaruh struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan institusional), arus kas bebas, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan struktur modal sebagai variabel pemediasi. Populasinya adalah perusahaan sektor properti dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2014-2018 dengan jumlah sampel 40 perusahaan dan total sampel sebesar 200 perusahaan dengan menggunakan teknik *purposive sampling*.

Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap struktur modal dikarenakan rendahnya persentase kepemilikan manajerial terlalu kecil sehingga membuat manajer tidak dapat mengambil keputusan berdasarkan keinginannya atau preferensinya guna menentukan kebijakan struktur modal sehingga struktur modal tidak dapat memediasi kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap struktur modal hal ini dikarenakan peran dari investor institusional hanyalah sebatas mengawasi tindakan manajemen dan tidak berperan aktif dalam pengambilan keputusan mengenai struktur modal sehingga struktur modal tidak dapat memediasi kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap struktur modal ini artinya bahwa besar kecilnya arus kas bebas tidak dapat mempengaruhi struktur modal karena baik perusahaan yang memiliki arus kas bebas positif maupun negatif memiliki kebijakan utang yang hampir sama, bahkan terdapat beberapa perusahaan yang memiliki tingkat utang yang tinggi meskipun arus kas bebasnya dan nilai perusahaannya besar, sehingga struktur modal tidak dapat

memediasi arus kas bebas terhadap nilai perusahaan.

Ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap struktur modal dimana perusahaan dengan ukuran perusahaan yang tinggi memiliki tingkat struktur modal yang tinggi, semakin tinggi ukuran suatu perusahaan, maka akan menaikkan tingkat utang, perusahaan dengan ukuran yang besar memiliki aset yang tinggi yang bisa dijamin untuk mendapatkan utang dari kreditor, karena itulah perusahaan besar akan cenderung untuk menggunakan utang jangka panjang untuk memenuhi kebutuhan pendanaan yang nantinya akan menimbulkan penghematan pajak yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan sehingga dapat disimpulkan bahwa struktur modal dapat memediasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Saran

Adapun saran bagi manajemen perusahaan hendaknya berupaya meningkatkan ukuran perusahaan dengan memperhatikan struktur modal yang terbukti berpengaruh terhadap nilai perusahaan sedangkan untuk investor perlu diperhatikan prospek perusahaan dengan melihat nilai perusahaan dan menganalisis kinerja keuangan perusahaan dengan mempertimbangkan faktor-faktor, seperti kebijakan dividen, *intellectual capital*-nya, profitabilitas dan lain sebagainya, dan bagi peneliti selanjutnya, penggunaan sampel tidak hanya terbatas pada sektor properti dan *real estate*, melainkan dapat diperluas pada sektor industri lain seperti manufaktur, pertambangan, telekomunikasi, *food and beverage* dan lain lain, selain itu juga periode penelitian tidak hanya sebatas 5 tahun sehingga dapat menghasilkan informasi yang lebih mendukung penelitian-penelitian sebelumnya.

DAFTAR PUSTAKA

Akbar, D. dan Ruzikna. 2017. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Free Cash Flow, Struktur Aset, dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Utang pada

- Perusahaan Sub Sektor Otomotif dan Komponen yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). *JOM FISIP* 4(2): 1-11.
- Altaf, N. dan F. Shah. 2017. Working Capital Management, Firm Performance and Financial Constraints: Empirical Evidence from India. *Asia-Pacific Journal of Business Administration* 9(3): 206-219.
- Annastasia, N. dan D. Lorenza. 2019. Opportunistic Manager and Capital Structure Decision of Property Companies in Indonesian Capital Market, *Jurnal Manajemen Teknologi* 18(1): 1-16.
- Anjarwati, K., M. Chabachib, dan I. D. Pengestuti. 2016. Pengaruh Profitabilitas, Size, dan Likuiditas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Di Indonesia Dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2015). *Tesis*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Brigham, E. F. dan M. C. Ehrhardt. 2011. *Financial Management Theory and Practice* (Edisi ke 13). Cengage Learning. USA South Western.
- Dharmawan, H. I. G. 2015. Pengaruh Penerapan Corporate Governance, Leverage, ROA dan Ukuran Perusahaan pada Penghindaran Pajak dan Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi* 9(1).
- Dewi, D. A. I. Y. M. dan G. M. Sudiartha. 2017. Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Pertumbuhan Aset terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Unud* 6(4): 2222-2252.
- Fama, E. F. 1978. The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security Holders. *The American Economic Review* 68(3): 272-284.
- Ghozali, I. 2018. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS (Edisi Ke 9)*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Handayani, N. L. R. 2017. Pengaruh Struktur Kepemilikan Institusional dan Free Cash Flow Terhadap Kepemilikan Utang dan Nilai Perusahaan. *Jagaditha: Jurnal Ekonomi & Bisnis* 3(01): 1-11.
- Hasan, A. H. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Free Cash Flow dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Utang (Studi Pada Perusahaan-Perusahaan Industri Dasar dan Kimia yang Terdaftar di BEI). *Jurnal Akuntansi* 3(01): 90-100.
- Hardiningsih, P. dan M. R. Oktaviani. 2012. Determinan Kebijakan Utang (Dalam Agency Theory dan Pecking Order Theory). *Dinamika Akuntansi Keuangan dan Perbankan* Mei 2012: 11-24.
- Hartono, J. 2013. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE. Yogyakarta.
- Hermuningsih, S. 2012. Pengaruh Profitabilitas Size terhadap Nilai Perusahaan dan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Siasat Bisnis* 16(2): 232-242.
- Isnawati, F. N. dan K. Widjajanti. 2019. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Pertumbuhan Penjualan terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Riset Ekonomi dan Bisnis* 12: 71-84.
- Jensen, M. C. dan Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Business* 66(2): 189-217.
- Jensen, M. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economics Review* 76(2): 323-329.
- Kararti, T. 2014. Impact of Ownership structure on Leverage of non-Financial Firms in Developing Countries. *International Research Journal of York University* 1(1): 16-46.
- Kasmir. 2013. *Analisis Laporan Keuangan*. Rajawali Pers. Jakarta.
- Maftukhah, I. 2013. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kinerja

- Keuangan Sebagai Penentu Struktur Modal Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen* 4: 69-81.
- Mansourlakoraj, R. dan S. Sepasi. 2015. Free Cash Flow, Capital Structure and the Value of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *International Journal of Management, Accounting and Economics* 2(2): 144-148.
- Miraza, C. N. dan S. Muniruddin. 2017. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Variabilitas Pendapatan, Corporate Tax Rate, dan Non Debt Tax Shield terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2011-2015. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Akuntansi* 2(3): 73 – 85.
- Munandar, B. T. dan R. Kusumawati. 2017. Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi Sebagai Variabel Moderating. *Jurnal Manajemen Bisnis* 8(1): 124-141.
- Murtini, U. 2018. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Institusional, dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan* 14(2): 141-153.
- Pasaribu, M. Y. dan S. Sulasmiyati. 2016. Pengaruh Struktur Modal, Struktur Kepemilikan, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Sektor Industri Dasar dan Kimia yang Terdaftar di BEI Tahun 2011-2014. *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)* 35(1): 154-164.
- Prasetyorini, B. F. 2013. Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Price Earning Ratio dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu Manajemen* 1(1): 183-196.
- Pramana, I. G. N. A. D. dan I. K. Mustanda. 2016. Pengaruh Profitabilitas Dan Size Terhadap Nilai Perusahaan Dengan CSR Sebagai Variabel Pemoderasi. *E-Jurnal Manajemen Unud* 5(1): 561-594.
- Pramiska, A. D. 2016. Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Utang dengan Investment Opportunity Set sebagai Variabel Moderating. *Tesis*. Fakultas Ekonomi, Universitas Muhammadiyah Jember. Jember.
- Riyanto, A. 2011. *Buku Ajar Metodologi Penelitian*. EGC. APJII dan PUSKAKOM UI. Jakarta.
- Ross, S. A., R. W. Westerfield, B. D. Jordan, J. Lim, dan R. Tan. 2015. *Pengantar Keuangan Perusahaan*. Salemba Empat. Jakarta.
- Sadia, N. M. D. S. dan I. K. Sujana. 2017. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Manajerial, Free Cash Flow pada Nilai Perusahaan dengan Variabel Intervening Kebijakan Utang. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 19(1): 479-507.
- Safitri, I. dan Asyik, N. F. 2015. Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi (JIRA)* 4(7).
- Salmanzadeb, H., J. Vahid, R. Anjomani, S. Marefat. 2014. Effect of Capital Structure, Free Cash Flow and Diversification Performance. *Journal of Applied Business and Finance Researches* 3(2): 33-39.
- Sari, N. P. S. P. dan I. G. A. Wirajaya. 2017. Pengaruh Free Cash Flow, Risiko Bisnis pada Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Utang sebagai Variabel Intervening pada Perusahaan Property dan Real Estate di BEI Periode 2011-2015. *E-Jurnal Akuntansi Udayana* 19(1): 2260-2289.
- Stiglitz, J. E. 1969. A-Re Examination of the Modigliani-Miller Theorem. *Review of Economics and Statistics* 59: 784-793.
- Sugiarto, M. 2011. Pengaruh Struktur Modal Kepemilikan dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Utang sebagai Intervening. *Jurnal Akuntansi Kontemporer* 3(1).
- Sutopo, Y. dan A. Slamet. 2017. *Statistika Inferensial*. CV. Andi Offset. Yogyakarta.

- Suwardika, I. N. A. dan I. K. Mustanda. 2017. Pengaruh Leverage, Ukuran Perusahaan, Pertumbuhan Perusahaan, dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Properti. *E-Jurnal Manajemen Unud* 6(3): 1248-1277.
- Wahidahwati, 2012. The Influence of Financial Policies on Earnings Management, Moderated by Good Corporate Governance. *Ekuitas: Jurnal Ekonomi dan Keuangan* 16(4): 507-521.
- Wang, G. Z., Y. Z. Wang, Y. J. Li. 2014. The Impacts of Free Cash Flows and Capital Structure on Firm Performance. *Journal Applied Mechanics and Material* 623: 305-309.
- Warapsari, A. A. A. U. dan I. G. N. A. Suaryana. 2016. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Utang Sebagai Variabel Intervening. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 16(3): 2288-2315.
- Wijaya, I. G. N. S. 2019. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Ilmu Manajemen dan Akuntansi* 7(2): 123-129.