



Pengaruh Cash Holding dan Kepemilikan Pemerintah terhadap Struktur Modal BUMN Sektor Konstruksi dan Infrastruktur yang terdaftar di BEI Periode 2014–2025

Putri Dian Permatasari^{1*}, Koes Indrakoesoema²
Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Pamulang
putridianpermatasari03@gmail.com^{1*}

Menerima: 13 Agustus 2026 | Diterima: 06 September 2026 | Diterbitkan: 15 September 2026

*Korespondensi Penulis

Abstrak

Keputusan pendanaan dan kelangsungan operasi perusahaan sangat terkait dengan pengelolaan struktur modal yang optimal. Studi kuantitatif ini bertujuan untuk menganalisis efek kepemilikan kas dan kepemilikan pemerintah terhadap struktur modal. Studi ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan. Populasi terdiri dari perusahaan milik negara (BUM) di sektor konstruksi dan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia per 31 Desember 2025. Berdasarkan kriteria pengambilan sampel bertujuan, lima perusahaan dipilih sebagai sampel riset dari subsektor infrastruktur transportasi serta subsektor konstruksi berat dan teknik sipil, menghasilkan total 60 pengamatan untuk periode 2014–2025. Data dianalisis menggunakan regresi data panel dengan tingkat signifikansi 5%. Pengolahan dan analisis data dilakukan menggunakan Eview 13. Hasilnya menunjukkan bahwa, secara sebagian, kepemilikan kas memiliki efek negatif signifikan terhadap struktur modal, dengan koefisien regresi -11,42153 dan nilai p $0,0119 < 0,05$. Kepemilikan pemerintah memiliki efek positif yang signifikan terhadap struktur modal, dengan koefisien regresi sebesar 10,81727 dan nilai p sebesar $0,0216 < 0,05$. Secara bersamaan, kepemilikan kas dan kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal, dengan nilai p sebesar $0,000304 < 0,05$. Temuan ini menunjukkan bahwa mengoptimalkan manajemen kas dan memperkuat peran kepemilikan pemerintah adalah strategi penting untuk menjaga keseimbangan struktur modal perusahaan.

Kata Kunci: Penyimpanan Kas; Kepemilikan Pemerintah; Struktur Modal.

Abstract

Funding decisions and the continuity of company operations are closely related to the optimal management of capital structure. This quantitative study aims to analyze the effect of cash ownership and government ownership on capital structure. This study uses secondary data obtained from the company's financial statements. The population consists of state-owned enterprises (SOEs) in the construction and infrastructure sectors listed on the Indonesia Stock Exchange as of December 31, 2025. Based on the targeted sampling criteria, five companies were selected as research samples from the transportation infrastructure subsector as well as the heavy construction and civil engineering subsectors, resulting in a total of 60 observations for the period 2014–2025. Data were analyzed using panel data regression with a significance level of 5%. Data processing and analysis were carried out using Eview 13. The results showed that, in part, cash ownership had a significant negative effect on capital structure, with a regression coefficient of -11.42153 and a p -value of $0.0119 < 0.05$. Government ownership has a significant positive effect on capital structure, with a regression coefficient of 10.81727 and a p -value of $0.0216 < 0.05$. Simultaneously, cash ownership and government ownership have a significant influence on capital structure, with a p value of $0.000304 < 0.05$. These findings suggest that optimizing cash management and strengthening the role of government ownership is an important strategy for maintaining the balance of a company's capital structure.

Keywords: Cash Holding; Government Ownership; Capital Structure.

PENDAHULUAN

Pertumbuhan ekonomi nasional sangat terkait dengan perkembangan berbagai aktivitas ekonomi. Salah satu sektor yang memberikan kontribusi substansial bagi pembangunan nasional adalah konstruksi, khususnya melalui penyediaan dan pengembangan infrastruktur fisik. Infrastruktur yang memadai mendukung investasi, memfasilitasi distribusi barang dan jasa, serta memperkuat konektivitas antar wilayah. Pengembangan infrastruktur di Indonesia terus berkembang dan menjadi komponen penting dalam aktivitas ekonomi nasional. Perkembangan ini tercermin dalam pelaksanaan Proyek Strategis Nasional (PSN), termasuk pengembangan ibu kota baru Nusantara (IKN), serta penyelesaian jaringan jalan tol di berbagai wilayah. Program-program ini membutuhkan pendanaan yang substansial dan berkelanjutan serta melibatkan perusahaan milik negara (BUMN) yang beroperasi di sektor konstruksi dan infrastruktur.

Berdasarkan laporan tahunan 2023, beberapa BUMN yang bergerak di bidang konstruksi dan infrastruktur mengalami tekanan likuiditas dan beban utang yang meningkat. Kondisi ini menyoroti pentingnya manajemen struktur modal karena sangat terkait dengan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kebutuhan pembiayaannya. Bagi UMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, kebijakan utang merupakan aspek penting dalam keputusan pembiayaan perusahaan (Zahroh et al., 2023). Struktur modal mencerminkan proporsi sumber pembiayaan yang berasal dari utang dan ekuitas (Yunira, 2022).

Tabel 1. Pengembangan kepemilikan modal BUMN di sektor konstruksi dan infrastruktur, infrastruktur transportasi, dan subsektor teknik sipil konstruksi berat di Bursa Saham Indonesia periode 2014-2025

Tahun	Kepemilikan Kas	Kepemilikan Pemerintah	Struktur Modal
2014	0,12	0,60	3,49
2015	0,16	0,60	2,33
2016	0,19	0,60	2,20
2017	0,14	0,60	2,90
2018	0,12	0,60	2,97
2019	0,10	0,60	3,10
2020	0,09	0,60	4,06
2021	0,08	0,62	4,10
2022	0,08	0,65	3,63
2023	0,05	0,65	4,31
2024	0,04	0,70	3,98
2025	0,04	0,70	11,79

Tabel 1 menunjukkan bahwa kepemilikan kas cenderung menurun sepanjang periode observasi, dari 0,12 pada 2014 menjadi 0,04 pada 2025. Sebaliknya, kepemilikan pemerintah meningkat dari 0,60 pada 2014 menjadi 0,70 pada 2025. Sementara itu, struktur modal meningkat dari 3,49 pada 2014 menjadi 11,79 pada 2025, dengan nilai tertinggi tercatat pada akhir periode pengamatan. Perkembangan ini menunjukkan perubahan dalam sumber pembiayaan perusahaan selama periode studi.

Salah satu faktor yang terkait dengan struktur modal adalah kepemilikan kas, yang didefinisikan sebagai kas dan setara kas yang tersedia untuk mendukung operasi korporasi (Samudra & Wulandari, 2024). Hubungan antara kepemilikan kas dan struktur modal dapat dijelaskan melalui Teori Urutan Hierarki yang diusulkan oleh (Myers & Majluf, 1984). Teori ini menyatakan bahwa perusahaan umumnya memprioritaskan pembiayaan internal sebelum beralih ke sumber dana eksternal. Ketika dana tunai yang cukup tersedia, perusahaan dapat mengurangi ketergantungan pada utang untuk membiayai aktivitas bisnis. (Banuray, 2022) melaporkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan kas lebih tinggi cenderung lebih mengandalkan pembiayaan internal. (Erwan et al., 2022) Temukan bahwa kepemilikan kas memiliki efek negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Namun, (Mariani, 2022) melaporkan tidak ada efek signifikan. Temuan yang tidak konsisten ini menunjukkan bahwa hubungan antara kepemilikan kas dan struktur modal dapat bervariasi sesuai karakteristik perusahaan dan industri.

Kepemilikan pemerintah juga dapat dikaitkan dengan struktur modal. Saham ini mewakili proporsi saham perusahaan yang dimiliki pemerintah dan dapat memengaruhi proses pemantauan dan pengambilan keputusan perusahaan (Apriliyanti et al., 2024). Dari perspektif Teori Agensi (Jensen & Meckling, 1976), struktur kepemilikan dapat berfungsi sebagai mekanisme untuk memantau tindakan manajerial. Di BUM, pemerintah sebagai pemegang saham dapat berpartisipasi dalam pengawasan dan

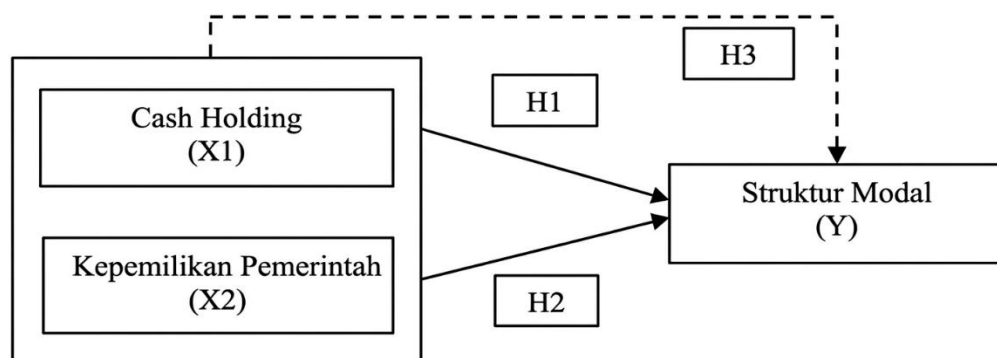
memengaruhi kebijakan strategis perusahaan, termasuk keputusan pembiayaan. (Bayuny et al., 2023) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan, termasuk kepemilikan pemerintah, terkait dengan struktur modal. (Saragih et al., 2021), tidak menemukan efek signifikan dari kepemilikan pemerintah, sedangkan (Mai et al., 2025) melaporkan efek positif di bank-bank pedesaan di Jawa Barat. Perbedaan ini menunjukkan bahwa efek kepemilikan pemerintah terhadap struktur modal dapat bergantung pada konteks yang diperiksa.

Kesenjangan penelitian dalam studi ini tidak hanya berkaitan dengan perbedaan temuan empiris sebelumnya tetapi juga karakteristik objek penelitian dan periode pengamatan. Studi sebelumnya yang meneliti kepemilikan kas dan kepemilikan pemerintah terkait struktur modal telah mencakup berbagai sektor, sementara studi yang secara khusus berfokus pada BUMN di sektor konstruksi dan infrastruktur masih terbatas. Perusahaan di sektor ini memiliki karakteristik khas, termasuk proyek berskala besar, aset tetap yang substansial, kebutuhan modal kerja yang tinggi, dan ketergantungan pada proyek pemerintah. Karakteristik ini dapat membuat keputusan mengenai proporsi pembiayaan internal dan eksternal menjadi lebih kompleks. Studi ini mencakup periode 2014–2025, mencakup kondisi sebelum, selama, dan setelah pandemi COVID-19. Periode yang diperpanjang ini memberikan gambaran yang lebih luas tentang kondisi jangka panjang perusahaan. Pemilihan subsektor infrastruktur transportasi serta konstruksi berat dan teknik sipil didasarkan pada hubungan erat mereka dengan pengembangan infrastruktur serta kebutuhan pembiayaan yang substansial untuk proyek jangka panjang.

Mengingat kesenjangan ini, keunikan studi ini terletak pada pemeriksaan efek kepemilikan kas dan kepemilikan pemerintah terhadap struktur modal di antara BUMN di sektor konstruksi dan infrastruktur, khususnya infrastruktur transportasi serta subsektor konstruksi berat dan teknik sipil, selama periode pengamatan 2014–2025.

Berdasarkan fenomena dan kesenjangan penelitian yang dijelaskan di atas, studi ini bertujuan untuk meneliti pengaruh kepemilikan kas dan kepemilikan pemerintah terhadap struktur modal di antara BUMN di sektor konstruksi dan infrastruktur, khususnya infrastruktur transportasi serta subsektor konstruksi berat dan teknik sipil, yang terdaftar di Bursa Saham Indonesia selama tahun 2014–2025. Temuan ini diharapkan dapat berkontribusi pada literatur tentang kebijakan struktur modal di BUMN dengan kebutuhan pembiayaan substansial dan karakteristik kepemilikan pemerintah, sekaligus memberikan pertimbangan bagi manajemen dalam merumuskan kebijakan pembiayaan korporasi.

Berdasarkan dasar teoretis dan studi sebelumnya, sebuah kerangka konseptual dikembangkan untuk menggambarkan hubungan antara kepemilikan kas, kepemilikan pemerintah, dan struktur modal. Kerangka penelitian disajikan sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Konseptual

Hipotesis Penelitian:

H1: Kepemilikan kas memiliki efek parsial terhadap struktur modal.

H2: Kepemilikan pemerintah memiliki efek parsial terhadap struktur modal.

H3: Kepemilikan kas dan kepemilikan pemerintah memiliki efek simultan terhadap struktur modal.

METODE

Studi ini menggunakan pendekatan kuantitatif menggunakan data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan dan laporan keuangan BUMN di sektor konstruksi dan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Periode pengamatan mencakup tahun 2014-2025. Periode ini dipilih untuk memberikan jendela pengamatan yang relatif panjang dan representasi yang lebih luas tentang kondisi

keuangan perusahaan dari waktu ke waktu. Pendekatan kuantitatif tepat untuk memeriksa hubungan antar variabel menggunakan data numerik dan analisis statistik (Muhajirin et al., 2024).

Populasi adalah keseluruhan objek atau subjek yang menjadi fokus studi dan memiliki karakteristik tertentu sesuai dengan tujuan studi (Susanto et al., 2024). Populasi terdiri dari semua BUMN di sektor konstruksi dan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia per 31 Desember 2025, dengan total 70 perusahaan. Sampel dipilih menggunakan pengambilan sampel tujuan berdasarkan kriteria yang telah ditentukan sebagai berikut:

Tabel 2. Kriteria Seleksi Contoh

Tidak	Kriteria	Pelanggaran Kriteria	Kumulatif
1	Perusahaan milik negara (BUM) di sektor konstruksi dan infrastruktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia per 31 Desember 2025.		70
2	Perusahaan milik negara (BUMN) di sektor konstruksi dan infrastruktur, khususnya yang diklasifikasikan dalam subsektor Infrastruktur Transportasi serta Konstruksi Berat dan Teknik Sipil, yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2014–2025.	(65)	5
3	Perusahaan milik negara (BUMN) di sektor konstruksi dan infrastruktur, khususnya yang diklasifikasikan dalam subsektor Infrastruktur Transportasi dan Konstruksi Berat serta Teknik Sipil, yang menerbitkan laporan keuangan tahunan selama periode 2014–2025.		5
4	Perusahaan milik negara (BUMN) di sektor konstruksi dan infrastruktur, khususnya yang diklasifikasikan dalam subsektor Infrastruktur Transportasi serta Konstruksi Berat dan Teknik Sipil, dengan data lengkap tentang Kepemilikan Kas, Kepemilikan Pemerintah, dan Struktur Modal sepanjang periode 2014–2025.		5
Total sampel (12 tahun × 5 perusahaan)			60

Berdasarkan kriteria ini, lima BUMN di sektor konstruksi dan infrastruktur, khususnya infrastruktur transportasi serta subsektor konstruksi berat dan teknik sipil, dipilih sebagai sampel penelitian. Perusahaan-perusahaan tersebut adalah PT Adhi Karya Tbk, PT Jasa Marga Tbk, PT PP Tbk, PT Waskita Karya Tbk, dan PT Wijaya Karya Tbk. Dengan periode observasi selama 12 tahun, total 60 pengamatan diperoleh.

Variabel penelitian terdiri dari variabel independen dan dependen (Haifa et al., 2025). Kepemilikan kas (X1) dan kepemilikan pemerintah (X2) adalah variabel independen, sedangkan struktur modal (Y) adalah variabel dependen. Setiap variabel dioperasionalkan sebagai berikut:

1. Kepemilikan kas mewakili proporsi kas dan ekuivalen kas yang dimiliki perusahaan terhadap total aset. Variabel diukur menggunakan rumus berikut:

$$\text{Cash Holding} = \frac{\text{Cash and Cash Equivalents}}{\text{Total Assets}}$$

2. Kepemilikan pemerintah mewakili proporsi saham yang dimiliki pemerintah relatif terhadap total saham yang beredar. Variabel ini diukur menggunakan rumus berikut:

$$\text{Kepemilikan Pemerintah} = \frac{\text{Number of Government – Owned Shares}}{\text{Total Outstanding Shares}}$$

3. Struktur modal diukur menggunakan Rasio Utang terhadap Ekuitas (DER), yang menunjukkan proporsi total utang relatif terhadap total ekuitas. Variabel ini diukur menggunakan rumus berikut:

$$\text{Debt To Equity Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$$

Dalam penelitian kuantitatif, teknik analisis data digunakan untuk memproses observasi secara statistik dan menguji hipotesis yang dirumuskan (Akbar et al., 2024). Analisis data dilakukan menggunakan regresi data panel dengan EViews 13. Tahapan analitis meliputi pemilihan model estimasi yang paling sesuai melalui uji Chow, uji Hausman, dan uji Lagrange Multiplier. Uji Chow digunakan untuk menentukan model yang tepat antara Common Effect Model dan Fixed Effect Model. Tes Hausman digunakan untuk memilih antara Model Efek Tetap dan Model Efek Acak, sedangkan uji Penguat Lagrange digunakan untuk menentukan model yang tepat antara Model Efek Umum dan Model Efek Acak. Pemilihan model didasarkan pada hasil uji yang dianggap paling sesuai dengan karakteristik data penelitian (Madany & Rais, 2022). Prosedur analisis berikutnya meliputi uji asumsi klasik, analisis

regresi data panel, dan pengujian hipotesis. Tes asumsi klasik terdiri dari tes normalitas, multikolinearitas, heteroskedasticity, dan autokorelasi. Pengujian hipotesis terdiri dari koefisien penentuan, uji parsial, dan simultan.

HASIL dan PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 3. Hasil Statistik Deskriptif

Statistik	Kepemilikan Kas	Kepemilikan Pemerintah	Struktur Modal
rata-rata	0.104833	0.631000	3.736000
median	0.090000	0.650000	2.970000
Maksimum	0.290000	0.910000	18.26000
Minimum	0.010000	0.510000	1.440000
Std. Dev.	0.068209	0.099740	2.559276
kemiringan	0.976050	0.355702	3.440102
kurtosis	3.390227	3.080683	18.67610
Jarque-Bera	9.907434	1.281515	732.6932
Probabilitas	0.007057	0.526893	0.000000
Jumlah	6.290000	37.86000	224.1600
Jumlah Sq. Dev.	0.274498	0.586940	386.4438
Pengamatan	60	60	60

Sumber: Diproses oleh peneliti menggunakan EViews 13 (2026)

Berdasarkan tabel 3, statistik deskriptif untuk kepemilikan kas menunjukkan nilai minimum 0,010000 dan nilai maksimum 0,290000, dengan rata-rata 0,104833 dan deviasi standar 0,068209. Kepemilikan pemerintah memiliki nilai minimum 0,510000 dan nilai maksimum 0,910000, dengan rata-rata 0,631000 dan deviasi standar 0,099740. Sementara itu, struktur modal memiliki nilai minimum 1,440000 dan nilai maksimum 18,26000, dengan rata-rata 3,736000 dan deviasi standar 2,559276.

Pemilihan Model Regresi Data Panel

Tes Chow

Tabel 4. Hasil Tes Chow

Tes Efek	Statistik	D.F.	Sig.
Penampang F	5.951032	(4,53)	0.0005
Penampang Chi-persegi	22.257988	4	0.0002

Sumber: Diproses oleh peneliti menggunakan EViews 13 (2026)

Seperti yang ditunjukkan pada tabel 4, nilai probabilitas adalah $0,0002 < 0,05$, menunjukkan bahwa Model Efek Tetap adalah model yang lebih sesuai.

Tes Hausman

Tabel 5. Hasil Tes Hausman

Ringkasan Tes	Chi-Sq. Statistik	Chi-Sq. D.F.	Sing.
Penampang acak	1.197104	2	0.5496

Sumber: Diproses oleh peneliti menggunakan EViews 13 (2026)

Berdasarkan uji Hausman pada tabel 5, nilai probabilitasnya adalah $0,5496 > 0,05$; oleh karena itu, Model Efek Acak lebih tepat.

Tes Pengali Lagrange

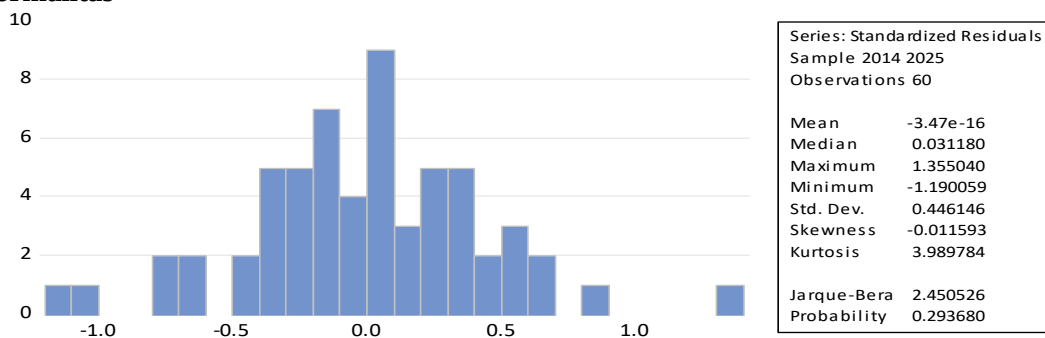
Tabel 6. Hasil Uji Pengali Lagrange

Deskripsi	Penampang	Waktu	Keduanya
Breusch-Pagan	14.09721	0.121494	14.21871
(probabilitas)	(0.0002)	(0.7274)	(0.0002)

Sumber: Diproses oleh peneliti menggunakan EViews 13 (2026)

Uji Lagrange Multiplier pada tabel 6 menghasilkan probabilitas Breusch-Pagan penampang $0,0002 < 0,05$. Oleh karena itu, Model Efek Acak dianggap sebagai estimator yang paling tepat untuk regresi data panel dalam studi ini.

Tes Normalitas



Gambar 2. Hasil Tes Normalitas

Seperti yang disajikan pada gambar 2, nilai probabilitas adalah 0,293680. Karena nilai ini melebihi ambang batas 0,05, residual dianggap terdistribusi secara normal.

Uji Multikolinearitas

Tabel 7. Hasil Tes Multikolinearitas

Variabel	Kepemilikan Kas	Kepemilikan Pemerintah
CH	1.000000	-0.330825
KPM	-0.330825	1.000000

Sumber: Diproses oleh peneliti menggunakan EViews 13 (2026)

Hasil pada tabel 7 menunjukkan bahwa koefisien korelasi antara variabel independen tidak melebihi 0,90, menunjukkan bahwa model bebas dari multikolinearitas.

Tes heteroskedastisitas

Tabel 8. Hasil Tes Heteroskedasticity

Deskripsi	Nilai	Probabilitas	Nilai Prob.
F-statistik	0.657901	Prob. F(5,54)	0.6568
Obs*R-kuadrat	3.445139	Prob. Chi-Square(5)	0.6317
SS dijelaskan dengan skala	28.74016	Prob. Chi-Square(5)	0.0000

Sumber: Diproses oleh peneliti menggunakan EViews 13 (2026)

Tes heteroskedastisitas Putih pada tabel 8 menunjukkan nilai Obs*R-kuadrat (Probabilitas Chi-Kuadrat) sebesar 0,6317, yang lebih tinggi dari tingkat signifikansi 0,05. Oleh karena itu, model ini tidak menunjukkan heteroskedasticity.

Tes Autokorelasi

Tabel 9. Hasil Tes Autokorelasi

Deskripsi	Nilai	Probabilitas	Nilai Prob.
F-statistik	2.294012	Prob. F(2,55)	0.1104
Obs*R-kuadrat	4.619744	Prob. Chi-Square(2)	0.0993

Sumber: Diproses oleh peneliti menggunakan EViews 13 (2026)

Seperti yang ditunjukkan pada tabel 9, uji R-kuadrat dengan nilai Prob. Chi-Square 0,0993 > 0,05 menunjukkan bahwa model tidak menunjukkan masalah autokorelasi.

Analisis Regresi Data Panel

Tabel 10. Hasil Analisis Regresi Data Panel

Variabel	Koefisien	Kesalahan Tingkat	t-Statistik	Mungkin.
C	-1.842855	3.187830	-0.578091	0.5655
X1	-11.89355	4.578205	-2.597863	0.0119
X2	10.81727	4.578762	2.362487	0.0216

Sumber: Diproses oleh peneliti menggunakan EViews 13 (2026)

Berdasarkan tabel 10, persamaan regresi data panel dalam studi ini adalah sebagai berikut:

$$DER = \alpha + \beta_1 \text{Kepemilikan Kas} + \beta_2 \text{Kepemilikan Pemerintah} + e$$

$$DER = -1,842855 - 11,89355 * \text{Kepemilikan Kas} + 10,81727 * \text{Kepemilikan Pemerintah}$$

1. Konstanta -1,842855 menunjukkan bahwa ketika kepemilikan kas dan kepemilikan pemerintah sama dengan nol, nilai struktur modal yang diperkirakan adalah -1,842855 unit.

2. Koefisien kepemilikan kas sebesar -11,89355 menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan kas satu unit terkait dengan penurunan struktur modal sebesar 11,89355 unit, dengan asumsi kepemilikan pemerintah tetap konstan.
3. Koefisien kepemilikan pemerintah sebesar 10,81727 menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan pemerintah satu unit terkait dengan perkiraan peningkatan struktur modal sebesar 10,81727 unit, dengan asumsi kepemilikan kas tetap konstan.

Pengujian Hipotesis

Uji Koefisien Penentuan

Tabel 11. Koefisien Penentuan Hasil

Statistik Berbobot	
R-kuadrat	0.247367
R-kuadrat yang disesuaikan	0.220958
S.E. regresi	2.026008
F-statistik	9.367044
Prob(statistik F)	0.000304
Var yang bergantung rata-rata	1.210982
Variabel tergantung S.D.	2.295414
Jumlah kuadrat resid	233.9685
Statistik Durbin-Watson	0.923453

Sumber: Diproses oleh peneliti menggunakan EViews 13 (2026)

Merujuk pada tabel 11, Adjusted R-squared adalah 0,22. Ini menunjukkan bahwa kepemilikan kas dan kepemilikan pemerintah bersama-sama menjelaskan sekitar 22% variasi struktur modal, sementara 78% sisanya disebabkan oleh faktor lain di luar cakupan studi ini.

T-Test

Tabel 12. Ringkasan hasil T-Test dan F-Test

Tes	Koefisien	Kesalahan Tingkat	t/F-Statistik	Sig.	Keputusan
Parsial (X1)	-11.89355	4.578205	-2.597863	0.0119	H1 Diterima
Parsial (X2)	10.81727	4.578762	2.362487	0.0216	H2 Diterima
Simultan	-	-	9.367044	0.000304	H3 Diterima

Sumber: Diproses oleh peneliti menggunakan EViews 13 (2026)

1. Hasilnya menunjukkan bahwa kepemilikan kas memiliki efek negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Hal ini didukung oleh nilai probabilitas 0,0119, yang berada di bawah tingkat signifikansi 0,05. Nilai t yang dihitung adalah -2,597863, sedangkan nilai t kritis adalah 1,67469. Menggunakan nilai absolut dari nilai t yang dihitung, $2.597863 > 1.67469$. Karena nilai probabilitas berada di bawah tingkat signifikansi dan nilai t absolut yang dihitung melebihi nilai kritis, yaitu $0.0119 < 0.05$ dan $2.597863 > 1.67469$, H1 diterima. Dengan demikian, kepemilikan kas memiliki efek negatif dan signifikan terhadap struktur modal.
2. Hasilnya menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah memiliki efek positif dan signifikan terhadap struktur modal. Nilai probabilitas adalah 0,0216, yang berada di bawah 0,05. Nilai t yang dihitung adalah 2,362487, sedangkan nilai t kritis adalah 1,67469. Karena nilai probabilitas berada di bawah tingkat signifikansi dan nilai t yang dihitung melebihi nilai kritis, yaitu $0.0216 < 0.05$ dan $2.362487 > 1.67469$, H2 diterima. Oleh karena itu, kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

Uji F

Uji simultan menunjukkan bahwa Prob(F-statistik) adalah 0,000304, yang berada di bawah tingkat signifikansi 0,05. Selain itu, nilai F yang dihitung sebesar 9,367044 melebihi nilai kritis F sebesar 3,18. Oleh karena itu, kepemilikan kas dan kepemilikan pemerintah secara bersamaan memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal.

Pembahasan

Dampak Kepemilikan Kas terhadap Struktur Modal

Uji t parsial menunjukkan bahwa kepemilikan kas memiliki efek negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Ini berarti kepemilikan kas yang lebih tinggi terkait dengan pemanfaatan utang yang

lebih rendah dalam struktur modal. Temuan ini mendukung Teori Urutan Hierarki, yang menyatakan bahwa perusahaan cenderung memprioritaskan pembiayaan internal sebelum menggunakan pendanaan eksternal. Hasilnya konsisten dengan (Erwan et al., 2022), yang melaporkan efek negatif dan signifikan dari kepemilikan kas terhadap struktur modal. Namun, (Mariani, 2022) melaporkan tidak ada efek signifikan. Perbedaan ini mungkin mencerminkan variasi karakteristik perusahaan, industri, dan periode pengamatan.

Bagi BUMN di sektor konstruksi dan infrastruktur, khususnya infrastruktur transportasi serta subsektor konstruksi berat dan teknik sipil, aktivitas operasional dan proyek membutuhkan pendanaan yang substansial, sehingga ketersediaan dana tunai menjadi pertimbangan penting. Perusahaan dengan dana internal yang cukup dapat memenuhi sebagian kebutuhan pembiayaan mereka tanpa menambah utang, sehingga mengurangi ketergantungan pada pembiayaan utang dan berpotensi menurunkan rasio struktur modal mereka. Temuan ini mengimplikasikan bahwa ketersediaan dana internal merupakan pertimbangan penting dalam pengambilan keputusan struktur modal. Dari perspektif manajerial, perusahaan harus menjaga kepemilikan kas pada tingkat optimal untuk mendukung kebutuhan operasional dan investasi sekaligus mengurangi ketergantungan berlebihan pada utang, memastikan bahwa kas yang tersedia digunakan secara produktif.

Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap Struktur Modal

Uji t parsial menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah memiliki efek positif dan signifikan terhadap struktur modal. Ini berarti proporsi kepemilikan pemerintah yang lebih besar terkait dengan pemanfaatan utang yang lebih besar, sebagaimana tercermin dalam struktur modal. Temuan ini mendukung Teori Agensi, yang memandang struktur kepemilikan sebagai salah satu mekanisme terkait pemantauan dan pengambilan keputusan korporasi, termasuk keputusan pembiayaan. Hasilnya konsisten dengan (Mai et al., 2025), yang menemukan hubungan positif antara kepemilikan pemerintah dan struktur modal, tetapi berbeda dari (Saragih et al., 2021) yang tidak menemukan pengaruh signifikan kepemilikan pemerintah terhadap struktur modal. Perbedaan tersebut dapat dijelaskan oleh variasi dalam sektor, karakteristik perusahaan, dan periode penelitian, yang memperkuat pandangan bahwa hubungan antara kepemilikan pemerintah dan struktur modal dapat berbeda di berbagai konteks korporasi.

Di dalam BUMN di sektor konstruksi dan infrastruktur, khususnya infrastruktur transportasi serta subsektor konstruksi berat dan teknik sipil, hubungan positif dapat dikaitkan dengan sifat aktivitas bisnis yang melibatkan proyek infrastruktur berskala besar yang membutuhkan modal dan pembiayaan yang substansial. Akibatnya, perusahaan dapat terus mengandalkan pembiayaan eksternal untuk memenuhi kebutuhan pendanaan mereka. Temuan ini mengimplikasikan bahwa karakteristik kepemilikan pemerintah harus dipertimbangkan saat menafsirkan keputusan pembiayaan BUMN. Dari perspektif manajerial, perusahaan harus mengendalikan pemanfaatan utang dengan mempertimbangkan kebutuhan pembiayaan proyek dan kapasitas keuangan mereka agar peningkatan struktur modal tetap dalam tingkat yang dapat dikelola.

Dampak Kepemilikan Kas dan Kepemilikan Pemerintah terhadap Struktur Modal

Uji F simultan menunjukkan bahwa kepemilikan kas dan kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh signifikan terhadap struktur modal. Temuan ini menunjukkan bahwa keputusan struktur modal dipengaruhi tidak hanya oleh ketersediaan dana internal tetapi juga oleh karakteristik kepemilikan korporasi. Kepemilikan kas mencerminkan kapasitas perusahaan untuk menyediakan pembiayaan internal, sedangkan kepemilikan pemerintah merupakan karakteristik kepemilikan yang mungkin terkait dengan proses pengambilan keputusan pembiayaan. Dengan demikian, kedua variabel ini bersama-sama mewakili faktor-faktor yang terkait dengan keputusan komposisi pembiayaan perusahaan.

Bagi BUMN di sektor konstruksi dan infrastruktur, khususnya infrastruktur transportasi serta subsektor konstruksi berat dan teknik sipil, hasil ini relevan karena aktivitas bisnis dan proyek mereka memerlukan pembiayaan yang substansial. Ketersediaan kas dapat membantu perusahaan memenuhi kebutuhan pembiayaan melalui sumber internal, sementara kepemilikan pemerintah mungkin terkait dengan keputusan strategis terkait pembiayaan eksternal. Dari perspektif teoretis, temuan menunjukkan bahwa Teori Urutan Hierarki dan Teori Agensi dapat dipertimbangkan bersama untuk memahami keputusan struktur modal dari perspektif sumber pembiayaan internal dan karakteristik kepemilikan. Secara manajerial, perusahaan harus mengoptimalkan kepemilikan kas dan mempertimbangkan

karakteristik kepemilikan pemerintah saat merumuskan kebijakan pembiayaan agar pemanfaatan utang tetap selaras dengan kebutuhan pembiayaan dan kapasitas keuangan.

SIMPULAN

Studi ini meneliti dampak kepemilikan kas dan kepemilikan pemerintah terhadap struktur modal BUMN di sektor konstruksi dan infrastruktur, khususnya infrastruktur transportasi serta subsektor konstruksi berat dan teknik sipil, yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2014–2025. Hasilnya menunjukkan bahwa kepemilikan kas memiliki efek negatif dan signifikan secara statistik terhadap struktur modal, mendukung H1. Kepemilikan pemerintah memiliki efek positif dan signifikan secara statistik, mendukung H2. Secara bersamaan, kepemilikan kas dan kepemilikan pemerintah secara signifikan memengaruhi struktur modal, mendukung H3. Temuan ini menunjukkan bahwa ketersediaan kas internal dan kepemilikan pemerintah merupakan pertimbangan penting dalam pengambilan keputusan struktur modal korporasi.

Studi ini dibatasi oleh jumlah variabel independen dan pengaturan penelitian yang terbatas, yang hanya mencakup BUMN di subsektor konstruksi dan infrastruktur yang ditentukan. Penelitian di masa depan dapat menggabungkan variabel relevan lainnya, seperti pertumbuhan perusahaan dan risiko bisnis, serta memperluas populasi peneliti untuk memberikan penjelasan yang lebih komprehensif tentang faktor penentu struktur modal. Bagi perusahaan, temuan ini dapat dipertimbangkan saat mengelola sumber daya kas internal, merancang kebijakan pembiayaan, dan menentukan pemanfaatan utang yang optimal dengan mempertimbangkan struktur kepemilikan.

DAFTAR PUSTAKA

- Akbar, R., Sukmawati, AS, & Katsirin, K. (2024). Analisis Data Penelitian Kuantitatif. *Jurnal Pelita Nusantara*, 1(3), 430–448. <https://doi.org/10.59996/jurnalpelitanusantara.v1i3.350>
- Apriliyanti, I. D., Dieleman, M., & Randøy, T. (2024). Tuntutan Prinsipal Ganda dan Kepatuhan CEO di Perusahaan Milik Negara Pasar Berkembang. *Jurnal Studi Manajemen*, 61(6), 2406–2436. <https://doi.org/10.1111/joms.12977>
- Banuray, T. (2022). Analisis Pengaruh Cash Holding, Non Debt Tax Shield dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Sub Sektor Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal FinAcc*, 6(11), 1723–1734. <https://journal.widyadharma.ac.id>
- Bayuny, R., Fadlur, A., & Haron, R. (2023). Struktur dewan, struktur kepemilikan, dan struktur modal: Bukti empiris tentang perusahaan Syariah dan perusahaan yang tidak mematuhi Syariah di Indonesia. *Bank dan Sistem Bank*, 18(4), 241–254. [https://doi.org/10.21511/bbs.18\(4\).2023.20](https://doi.org/10.21511/bbs.18(4).2023.20)
- Erwan, H. C., Puspitaningrum, T., Kartika, D., & Akuntansi, J. (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(2), 1–11. <https://journal.unesa.ac.id/index.php/akunesa/index>
- Haifa, N. M., Nabilla, I., Rahmatika, V., Hidayatullah, R., & Harmonedi. (2025). Identifikasi Variabel Penelitian, Jenis Sumber Data dalam Penelitian Pendidikan. *Dinamika Pembelajaran : Jurnal Pendidikan Dan Bahasa*, 2(2), 256–270. <https://doi.org/10.62383/dilan.v2i2.1563>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Teori perusahaan: Perilaku manajerial, biaya agensi, dan struktur kepemilikan. *Jurnal Ekonomi Keuangan*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Madany, N., & Rais, Z. (2022). Regresi Data Panel dan Aplikasinya dalam Kinerja Keuangan terhadap Pertumbuhan Laba Perusahaan Idx Lq45 Bursa Efek Indonesia. *VARIANSI: Jurnal Statistik dan Penerapannya dalam Pengajaran dan Riset*, 4(2), 79–94. <https://doi.org/10.35580/variansiunm28>
- Mai, M. U., Sudrajat, S., & Sembiring, E. E. (2025). Menghubungkan struktur kepemilikan dengan struktur modal bank pedesaan (BPR) di Jawa Barat, Indonesia. *AFRE (Tinjauan Akuntansi dan Keuangan)*, 8(1), 34–45. <https://doi.org/10.26905/afr.v8i1.13114>
- Mariani, M. Y. (2022). Analisis Pengaruh Cash Holding, Sales Growth, Return on Equity dan Ukuran Perusahaan Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan LQ45 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *FinAcc*, 7(4), 546–556. <https://journal.widyadharma.ac.id>
- Muhajirin, Risnita, & Asrulla. (2024). Pendekatan Penelitian Kuantitatif dan Kualitatif serta Penerapan Tahapan Penelitian. *Genta Mulia*, 15(1), 82–92. <https://ejournal.uncm.ac.id>

- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Keputusan pembiayaan korporasi dan investasi ketika perusahaan telah. *Jurnal Ekonomi Keuangan*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Samudra, K. S., & Wulandari, R. (2024). Pengaruh Cash Holding, Bonus Plan, dan Firm Value Terhadap Income Smoothing. *Jurnal Riset Terapan*, 8(2), 476–485. <https://jurnal.polsri.ac.id>
- Saragih, D. F., Manurung, C. E., Rosmegawati, R., & Katharina, N. (2021). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jesya (Jurnal Ekonomi & Ekonomi Syariah)*, 4(1), 221–237. <https://doi.org/10.36778/jesya.v4i1.347>
- Susanto, P. C., Arini, U. D., Yuntina, L., & Panatap, S. J. (2024). Konsep Penelitian Kuantitatif: Populasi, Sampel, dan Analisis Data (Sebuah Tinjauan Pustaka). *Jurnal Ilmu Multidisiplin*, 3(1), 1–12. <https://doi.org/10.38035/jim.v3i1>
- Yunira, H. (2022). Pengaruh Debt Tax Shield dan Efektif Tax Rate Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Advertising Printing Media. *Pemilik*, 6(2), 1144–1156. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i2.534>
- Zahroh, A. F., Pramono, H., Santoso, S. B., & Wibowo, H. (2023). Determinan kebijakan utang (studi kasus pada badan usaha milik negara (bumn) di Indonesia periode 2019-2021). *JEMSI (Jurnal Ekonomi, Manajemen, Dan Akuntansi)*, 9(3), 565–576. <https://doi.org/10.35870/jemsi.v9i3.1105>