

# **DETERMINAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN PERKEBUNAN KELAPA SAWIT: BAGAIMANA PENGARUH MODERASI KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL?**

**NADIM MUHAMMAD IQBAL**



**PROGRAM STUDI MANAJEMEN DAN BISNIS  
SEKOLAH BISNIS  
INSTITUT PERTANIAN BOGOR  
BOGOR  
2026**



*@Hak cipta milik IPB University*

IPB University



IPB University  
Bogor Indonesia

Hak Cipta Dilindungi Undang-undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :

- Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah
- Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB University.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB University.

Perpustakaan IPB University



## PERNYATAAN MENGENAI TESIS DAN SUMBER INFORMASI SERTA PELIMPAHAN HAK CIPTA

Dengan ini saya menyatakan bahwa tesis dengan judul “Determinan Struktur Modal pada Perusahaan Perkebunan Kelapa Sawit: Bagaimana Pengaruh Moderasi Kepemilikan Institusional?” adalah karya saya dengan arahan dari dosen pembimbing dan belum diajukan dalam bentuk apa pun kepada perguruan tinggi mana pun. Sumber informasi yang berasal atau dikutip dari karya yang diterbitkan maupun tidak diterbitkan dari penulis lain telah disebutkan dalam teks dan dicantumkan dalam Daftar Pustaka di bagian akhir tesis ini.

Dengan ini saya melimpahkan hak cipta dari karya tulis saya kepada Institut Pertanian Bogor.

Bogor, Agustus 2026

*Nadim Muhammad Iqbal*  
*K1501241078*



## RINGKASAN

NADIM MUHAMMAD IQBAL. Determinan Struktur Modal pada Perusahaan Perkebunan Kelapa Sawit: Bagaimana Pengaruh Moderasi Kepemilikan Institusional? Dibimbing oleh HERMANTO SIREGAR dan LINDA KARLINA SARI.

Industri perkebunan kelapa sawit memiliki karakteristik padat modal dan siklus investasi jangka panjang. Pengembangan dan pemeliharaan kebun, pembangunan fasilitas pengolahan, infrastruktur, serta peremajaan tanaman memerlukan pendanaan dalam jumlah besar dan sebagian dikeluarkan jauh sebelum investasi menghasilkan arus kas yang stabil. Karakteristik tersebut menjadikan perusahaan perkebunan kelapa sawit relevan sebagai objek kajian struktur modal karena keputusan mengenai penggunaan dana internal dan utang berperan penting dalam menjaga keberlanjutan investasi dan kemampuan pendanaan perusahaan. Selama periode 2017–2024, perusahaan sampel menunjukkan variasi struktur modal yang cukup besar. *Debt to Equity Ratio* (DER) memiliki rata-rata 1,3498 dengan rentang 0,1024–4,9638, yang menunjukkan perbedaan tingkat penggunaan utang relatif terhadap ekuitas antarperusahaan.

Penelitian ini bertujuan menganalisis karakteristik dan perkembangan struktur modal perusahaan perkebunan kelapa sawit; menguji pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, likuiditas, dan tata kelola perusahaan terhadap struktur modal; serta menganalisis pengaruh langsung kepemilikan institusional dan perannya dalam memoderasi hubungan profitabilitas dengan struktur modal. Profitabilitas dianalisis menggunakan dua proksi secara terpisah, yaitu *Return on Assets* (ROA) untuk merepresentasikan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset yang dikelola dan *Return on Equity* (ROE) untuk merepresentasikan tingkat pengembalian laba terhadap ekuitas.

Penelitian menggunakan data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan perkebunan kelapa sawit yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2017–2024. Berdasarkan teknik *purposive sampling*, diperoleh sampel sebanyak 11 perusahaan dengan panel seimbang sebanyak 88 observasi. Setelah pembentukan variabel *lag*, proses *first-differencing*, dan pembentukan instrumen, estimasi panel dinamis menggunakan 66 observasi efektif. Struktur modal diproksikan dengan DER, sedangkan variabel penjelas terdiri atas ROA atau ROE, ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, *Current Ratio* (CR), proporsi komisaris independen sebagai proksi tata kelola perusahaan, dan kepemilikan institusional. Analisis dilakukan menggunakan *two-step difference Generalized Method of Moments* (GMM) melalui STATA dalam empat spesifikasi model untuk mengakomodasi sifat dinamis struktur modal dan mengurangi potensi endogenitas.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ROA berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal pada Model 1 dan Model 3. Temuan tersebut mendukung *Pecking Order Theory*, yang menjelaskan bahwa perusahaan dengan kemampuan menghasilkan laba yang lebih tinggi memiliki kapasitas pendanaan internal yang lebih besar sehingga kebutuhan terhadap utang cenderung menurun. Sementara itu, ROE tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan pada Model 2

maupun Model 4. Pertumbuhan penjualan berpengaruh positif dan signifikan pada Model 2 dan Model 3, yang menunjukkan bahwa peningkatan aktivitas usaha dapat meningkatkan kebutuhan pembiayaan untuk mendukung modal kerja dan investasi. Ukuran perusahaan menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan pada Model 3, sedangkan likuiditas tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan pada spesifikasi model yang mengujinya. Tata kelola perusahaan yang diproksikan dengan proporsi komisaris independen menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan pada taraf 10 persen pada Model 1, tetapi tidak signifikan pada spesifikasi lainnya.

Kepemilikan institusional menunjukkan pengaruh langsung negatif dan signifikan terhadap struktur modal pada Model 4. Temuan tersebut menunjukkan adanya keterkaitan antara mekanisme pengawasan investor institusional dengan kebijakan penggunaan utang pada spesifikasi tersebut. Namun, interaksi kepemilikan institusional dengan ROA maupun ROE tidak signifikan secara statistik. Dengan demikian, berdasarkan model moderasi yang diestimasi, belum ditemukan bukti empiris bahwa kepemilikan institusional memoderasi hubungan profitabilitas dengan struktur modal. Keempat model memenuhi kriteria utama kelayakan estimasi GMM berdasarkan pengujian autokorelasi orde kedua, validitas instrumen, dan pengendalian jumlah instrumen.

Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan struktur modal perusahaan perkebunan kelapa sawit berkaitan dengan kondisi fundamental perusahaan, khususnya kemampuan menghasilkan laba dari aset dan kebutuhan pendanaan yang menyertai pertumbuhan usaha. Bagi manajemen, hasil tersebut menegaskan pentingnya mengoptimalkan produktivitas aset dan menyesuaikan penggunaan utang dengan kemampuan menghasilkan arus kas serta kebutuhan investasi. Bagi investor institusional dan dewan komisaris, pengawasan terhadap tujuan penggunaan utang, kemampuan pembayaran, dan risiko pendanaan perlu terus diperkuat agar keputusan pembiayaan tetap sejalan dengan keberlanjutan keuangan perusahaan.

Kata kunci: GMM; kelapa sawit; kepemilikan institusional; profitabilitas; struktur modal.

Hak Cipta Dilindungi Undang-undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :  
a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah  
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB University.

2. Dilarang menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB University.



## SUMMARY

NADIM MUHAMMAD IQBAL. Determinants of Capital Structure in Oil Palm Plantation Companies: What Is the Moderating Effect of Institutional Ownership? Supervised by HERMANTO SIREGAR and LINDA KARLINA SARI.

The oil palm plantation industry is characterized by high capital requirements and long investment cycles. Plantation development and maintenance, processing facilities, infrastructure, and replanting programs require substantial financing, with a significant portion of expenditures incurred well before investments generate stable cash flows. These characteristics make oil palm plantation companies particularly relevant for capital structure analysis because decisions regarding the use of internal funds and debt are important for sustaining long-term investment and financing capacity. During the 2017–2024 period, the sampled companies exhibited considerable variation in capital structure. The Debt to Equity Ratio (DER) averaged 1.3498 and ranged from 0.1024 to 4.9638, indicating substantial differences in the use of debt relative to equity across companies.

This study aims to analyze the characteristics and development of capital structure in oil palm plantation companies; examine the effects of profitability, firm size, sales growth, liquidity, and corporate governance on capital structure; and assess both the direct effect of institutional ownership and its role in moderating the relationship between profitability and capital structure. Profitability is examined separately using two proxies: Return on Assets (ROA), which represents the firm's ability to generate earnings from its assets, and Return on Equity (ROE), which represents the return generated on shareholders' equity.

The study uses secondary data obtained from the financial statements and annual reports of oil palm plantation companies listed on the Indonesia Stock Exchange during 2017–2024. Based on purposive sampling, the sample consists of 11 companies, forming a balanced panel of 88 observations. After constructing lagged variables, applying first-differencing, and forming instruments, the dynamic panel estimation uses 66 effective observations. Capital structure is measured using DER, while the explanatory variables consist of either ROA or ROE, firm size, sales growth, the Current Ratio (CR), the proportion of independent commissioners as a proxy for corporate governance, and institutional ownership. The analysis employs the two-step difference Generalized Method of Moments (GMM) estimator using STATA across four model specifications to accommodate the dynamic nature of capital structure and mitigate potential endogeneity.

The results show that ROA has a negative and statistically significant effect on capital structure in Model 1 and Model 3. This finding supports the Pecking Order Theory, which suggests that firms with a stronger ability to generate earnings have greater internal financing capacity and therefore tend to rely less on debt. In contrast, ROE does not have a statistically significant effect in either Model 2 or Model 4. Sales growth has a positive and significant effect in Model 2 and Model 3, indicating that increased business activity may raise financing requirements for working capital and investment. Firm size has a negative and significant effect in Model 3, whereas liquidity does not show a statistically significant effect in the specifications in which it is included. Corporate governance, proxied by the



proportion of independent commissioners, has a negative and statistically significant effect at the 10 percent level in Model 1 but is not significant in the other specifications.

Institutional ownership has a negative and statistically significant direct effect on capital structure in Model 4. This finding indicates an association between institutional investor monitoring and corporate debt policy in that specification. However, neither the interaction between institutional ownership and ROA nor the interaction between institutional ownership and ROE is statistically significant. Therefore, based on the estimated moderation models, the study finds no empirical evidence that institutional ownership moderates the relationship between profitability and capital structure. All four models satisfy the main GMM validity criteria based on second-order serial correlation tests, instrument validity tests, and control of the number of instruments.

Overall, the findings indicate that capital structure policies in oil palm plantation companies are associated with firms' fundamental financial conditions, particularly their ability to generate earnings from assets and the financing requirements accompanying business growth. For management, the findings emphasize the importance of improving asset productivity and aligning debt utilization with cash-generating capacity and investment requirements. For institutional investors and boards of commissioners, oversight of borrowing purposes, repayment capacity, and financing risks should be strengthened to support financially sustainable financing decisions.

**Keywords:** capital structure, GMM, institutional ownership, oil palm plantation, profitability



@Hak cipta milik IPB University

IPB University

- Hak Cipta Dilindungi Undang-undang
1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
    - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah
    - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB University.
  2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB University.

## © Hak Cipta milik IPB, tahun 2026 Hak Cipta dilindungi Undang-Undang

*Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan atau menyebutkan sumbernya. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik, atau tinjauan suatu masalah, dan pengutipan tersebut tidak merugikan kepentingan IPB.*

*Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apa pun tanpa izin IPB.*

# **DETERMINAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN PERKEBUNAN KELAPA SAWIT: BAGAIMANA PENGARUH MODERASI KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL?**

**NADIM MUHAMMAD IQBAL**

Tesis  
sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar  
Magister Manajemen  
pada  
Program Studi Manajemen dan Bisnis

**PROGRAM STUDI MANAJEMEN DAN BISNIS  
SEKOLAH BISNIS  
INSTITUT PERTANIAN BOGOR  
BOGOR  
2026**



*@Hak cipta milik IPB University*

IPB University

- Hak Cipta Dilindungi Undang-undang
1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
    - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah
    - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB University.
  2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB University.

Tim Penguji pada Ujian Tesis:

1. Dr. Ir. Aruddy, M.Si.
2. Dr. Zenal Asikin, S.E., M.Si.

Judul Tesis : Determinan Struktur Modal pada Perusahaan Perkebunan Kelapa Sawit: Bagaimana Pengaruh Moderasi Kepemilikan Institusional?  
Nama : Nadim Muhammad Iqbal  
NIM : K1501241078

Disetujui oleh

Pembimbing 1:  
Prof. Dr. Ir. Hermanto Siregar, M.Ec.



Pembimbing 2:  
Dr. Linda Karlina Sari, S.Stat., M.Si.



Diketahui oleh

Ketua Program Studi Pascasarjana  
Manajemen dan Bisnis:  
Prof. Dr. Ir. Ujang Sumarwan, M.Sc.  
NIP 196009161986011001



Dekan Sekolah Bisnis:  
Prof. Dr. Ir. Noer Azam Achsani, M.S.  
NIP 196812291992031016



Tanggal Ujian: 13 Agustus 2026

Tanggal Lulus:



## PRAKATA

Puji dan syukur penulis panjatkan kepada Allah Subhanahuwata'ala atas segala karunia-Nya sehingga karya ilmiah ini berhasil diselesaikan. Tema yang dipilih dalam penelitian ini berjudul Determinan Struktur Modal pada Perusahaan Perkebunan Kelapa Sawit: Bagaimana Pengaruh Moderasi Kepemilikan Institusional?.

Terima kasih penulis ucapkan kepada Bapak Prof. Dr. Ir. Hermanto Siregar, M.Ec. dan ibu Dr. Linda Karlina Sari, S.Stat., M.Si selaku komisi pembimbing yang telah memberikan semangat, arahan dan bimbingan kepada penulis sehingga karya ilmiah ini dapat terselesaikan. Akhir kata penulis berharap, semoga karya ilmiah ini bermanfaat bagi pihak yang membutuhkan dan bagi kemajuan ilmu pengetahuan.

Bogor, Agustus 2026

*Nadim Muhammad Iqbal*

## DAFTAR ISI

|                                                     |     |
|-----------------------------------------------------|-----|
| DAFTAR TABEL                                        | xiv |
| DAFTAR GAMBAR                                       | xiv |
| I PENDAHULUAN                                       | 1   |
| 1.1 Latar Belakang                                  | 1   |
| 1.2 Rumusan Masalah                                 | 7   |
| 1.3 Tujuan                                          | 9   |
| 1.4 Manfaat                                         | 10  |
| 1.5 Ruang Lingkup Penelitian                        | 10  |
| II TINJAUAN PUSTAKA                                 | 12  |
| 2.1 Kajian Teoritis                                 | 12  |
| 2.2 Penelitian Terdahulu dan Kesenjangan Penelitian | 22  |
| 2.3 Kerangka Pemikiran                              | 26  |
| 2.4 Hipotesis Penelitian                            | 29  |
| III METODE                                          | 32  |
| 3.1 Waktu dan Tempat Penelitian                     | 32  |
| 3.2 Jenis dan Sumber Data                           | 32  |
| 3.3 Definisi Operasional Variabel                   | 33  |
| 3.4 Metode Analisis Data                            | 34  |
| IV HASIL DAN PEMBAHASAN                             | 51  |
| 4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian                  | 51  |
| 4.2 Analisis Deskriptif                             | 51  |
| 4.3 Model GMM                                       | 60  |
| 4.4 Hasil Estimasi Model 1 dan Kelayakan Model      | 61  |
| 4.5 Hasil Estimasi Model 2 dan Kelayakan Model      | 63  |
| 4.6 Hasil Estimasi Model 3 dan Kelayakan Model      | 65  |
| 4.7 Hasil Estimasi Model 4 dan Kelayakan Model      | 68  |
| 4.8 Pembahasan Hasil Penelitian                     | 71  |
| 4.9 Implikasi Manajerial                            | 78  |
| V SIMPULAN DAN SARAN                                | 83  |
| 5.1 Simpulan                                        | 83  |
| 5.2 Saran                                           | 84  |
| DAFTAR PUSTAKA                                      | 85  |
| RIWAYAT HIDUP                                       | 89  |



## DAFTAR TABEL

|      |                                                       |    |
|------|-------------------------------------------------------|----|
| 1.1  | Produksi dan ekspor kelapa sawit Indonesia            | 1  |
| 1.2  | Perkembangan harga CPO global                         | 1  |
| 1.3  | Gambaran awal variabel penelitian tahun 2017–2024     | 2  |
| 3.1  | Sumber data sekunder                                  | 33 |
| 3.2  | Operasionalisasi variabel                             | 34 |
| 3.3  | Ringkasan dasar teoritis dan arah pengujian hipotesis | 46 |
| 4.1  | Daftar perusahaan sampel penelitian                   | 51 |
| 4.2  | Statistik deskriptif variabel penelitian              | 52 |
| 4.3  | Matriks korelasi                                      | 53 |
| 4.4  | Uji kelayakan model 1                                 | 62 |
| 4.5  | Hasil estimasi GMM model 1                            | 63 |
| 4.6  | Uji kelayakan model 2                                 | 64 |
| 4.7  | Hasil estimasi GMM model 2                            | 65 |
| 4.8  | Uji kelayakan model 3                                 | 66 |
| 4.9  | Hasil estimasi GMM model 3                            | 68 |
| 4.10 | Uji kelayakan model 4                                 | 69 |
| 4.11 | Hasil estimasi GMM model 4                            | 70 |
| 4.12 | Ringkasan hasil pengujian hipotesis                   | 71 |

## DAFTAR GAMBAR

|     |                                                |    |
|-----|------------------------------------------------|----|
| 2.1 | Kerangka pemikiran penelitian                  | 27 |
| 4.1 | <i>Scatter plot</i> DER dan ROA                | 54 |
| 4.2 | <i>Scatter plot</i> DER dan ROE                | 55 |
| 4.3 | <i>Scatter plot</i> DER dan <i>FIRMSIZE</i>    | 56 |
| 4.4 | <i>Scatter plot</i> DER dan <i>SALESGROWTH</i> | 57 |
| 4.5 | <i>Scatter plot</i> DER dan CR                 | 58 |
| 4.6 | <i>Scatter plot</i> DER dan CG                 | 59 |
| 4.7 | <i>Scatter plot</i> DER dan KI                 | 60 |