

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Era globalisasi ekonomi yang disertai dengan pesatnya perkembangan teknologi, berdampak sangat ketatnya persaingan dan cepatnya terjadi perubahan lingkungan usaha. Produk-produk hasil manufaktur di dalam negeri saat ini begitu keluar dari pabrik langsung berkompetisi dengan produk luar, dunia usaha pun harus menerima kenyataan bahwa pesatnya perkembangan teknologi telah mengakibatkan cepat usangnya fasilitas produksi, semakin singkatnya masa peredaran produk, serta semakin rendahnya margin keuntungan. Dalam melaksanakan proses pembangunan industri, keadaan tersebut merupakan kenyataan yang harus dihadapi serta harus menjadi pertimbangan yang menentukan dalam setiap kebijakan yang akan dikeluarkan, sekaligus merupakan paradigma baru yang harus dihadapi oleh negara manapun dalam melaksanakan proses industrialisasi negaranya.

Tantangan utama yang dihadapi oleh industri manufaktur saat ini adalah kecenderungan penurunan daya saing industri di pasar internasional. Penyebabnya antara lain adalah meningkatnya biaya energi, ekonomi biaya tinggi, penyelundupan serta belum memadainya layanan birokrasi. Tantangan berikutnya adalah kelemahan struktural sektor industri itu sendiri, seperti masih lemahnya keterkaitan antar industry yang saling mendukung, adanya keterbatasan berproduksi barang setengah jadi dan komponen di dalam negeri, keterbatasan industri berteknologi tinggi, kesenjangan kemampuan ekonomi antar daerah, serta ketergantungan ekspor pada beberapa komoditi tertentu.

Persaingan internasional merupakan suatu perspektif baru bagi semua negara berkembang, termasuk Indonesia, sehingga fokus dari strategi pembangunan industri di masa depan adalah membangun daya saing industri manufaktur yang berkelanjutan di pasar internasional. Untuk itu, strategi pembangunan industri manufaktur ke depan dengan memperhatikan kecenderungan pemikiran terbaru yang berkembang saat ini, adalah melalui pendekatan klaster dalam rangka membangun daya saing industri yang kolektif. Industri manufaktur masa depan adalah industri-industri yang mempunyai daya saing tinggi, yang didasarkan tidak hanya kepada besarnya potensi Indonesia (*comparative advantage*), seperti luas bentang wilayah, banyaknya jumlah penduduk serta ketersediaan sumber daya alam, tetapi juga berdasarkan kemampuan atau daya kreasi dan keterampilan serta profesionalisme sumber daya manusia Indonesia (*competitive advantage*). Oleh karena itu, para pengusaha industri menengah ke atas maupun industri menengah ke bawah harus mengembangkan kreatifitas dan kualitas usahanya. Kita sebagai bangsa Indonesia yang kaya alam ini, jangan sampai hasil sumber daya alam di manfaatkan dan di ambil oleh Negara lain yang kita tidak memanfaatkannya. Sehingga kita yang akan mendapatkan dampak kerugiannya. Dan pemerintah supaya melakukan pelatihan atau mengembangkan teknologi kepada para pengusaha industri menengah ke bawah supaya bisa selalu cepat mengetahui informasi atau perkembangan industri internasional, dan mengikuti perkembangannya.

Untuk mengantisipasi persaingan yang semakin ketat sekarang ini banyak perusahaan-perusahaan baik kecil maupun besar melakukan pengembangan terhadap perusahaannya. Namun masalah klasik dalam urusan pengembangan setiap perusahaan adalah pendanaan. Tingginya biaya modal menjadi pertimbangan tersendiri oleh manajemen untuk menggunakan modal sendiri atau modal asing. Dalam kebijakan pembelanjaan, manajer keuangan dihadapkan pada sejumlah alternative dalam menentukan dana yang dibutuhkan untuk pembiayaan perusahaannya.

Alternative pembiayaan tersebut dapat diperoleh melalui pasar modal (penjualan saham) bagi perusahaan yang go public maupun pasar uang (pinjam ke bank). Namun manajer keuangan kemudian dihadapkan pada persoalan bagaimana memilih alternative pembiayaan yang tepat, yang dapat memberikan hasil yang optimal bagi perusahaan. Banyak pendapat yang mengatakan bahwa salah satu penyebab terjadinya krisis moneter di Indonesia ialah masalah hutang yang begitu besar. Perilaku perusahaan di Indonesia dalam hal hutang sangat dipengaruhi oleh kondisi financial system yang masih sangat rapuh. Hal ini mulai terasa pada saat krisis *sub-prime mortgage* yang dampaknya pada paruh kedua tahun 2008 memang telah memberikan efek yang cukup signifikan bagi perkembangan pasar modal Indonesia. Sejalan dengan gejolak sektor keuangan global, hampir semua negara mengalami penurunan kinerja perekonomian yang cukup tajam. Banyak perusahaan-perusahaan besar dunia (*multinational companies*) mengalami kebangkrutan dan membutuhkan suntikan dana dari pemerintahnya untuk memperbaiki kondisi keuangan.

Manajer harus mampu menghimpun dana baik yang bersumber dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan secara efisien dalam arti keputusan pendanaan tersebut merupakan keputusan pendanaan yang mampu meminimalkan biaya modal yang harus ditanggung perusahaan. Biaya modal yang timbul dari keputusan pendanaan tersebut merupakan konsekuensi yang secara langsung timbul dari keputusan yang dilakukan manajer keuangan. Ketika manajer menggunakan hutang, jelas biaya modal yang timbul sebesar biaya bunga yang dibebankan oleh kreditur, sedangkan jika manajer menggunakan dana internal atau dana sendiri akan timbul opportunity cost dari dana atau modal yang digunakan. Keputusan pendanaan yang dilakukan secara cermat akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi yang selanjutnya dapat berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan.

Dari gambaran kondisional diatas timbul suatu pertanyaan yaitu bagaimana struktur modal industry pada perusahaan – perusahaan yang go public di Indonesia antara tahun 2004 sampai dengan tahun 2008. Memahami struktur modal suatu industry yang go public, secara umum sangat perlu bagi industry yang sejenis sebagai tolak ukur dan alat pembanding dalam menentukan kebijakan pembelanjannya dan bagi para investor dalam menentukan langkah investasi yang diambil. Struktur modal yang optimal merupakan salah satu isu penting yang dihadapi oleh manajer keuangan dalam sebuah perusahaan.

Dengan demikiaan tanpa adanya struktur permodalan yang kuat dan tepat yaitu seberapa besar komposisi hutang dan penggunaannya yang tidak tepat akan menyebabkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan sehingga apabila tidak ditangani dengan baik akan berujung pada kebangkrutan.

Menurut static trade off theory, semakin banyak hutang akan meningkatkan nilai perusahaan akan tetapi ada nilai optimal dimana dengan tingginya hutang akan meningkatkan resiko kebangkrutan sehingga perusahaan akan mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) dan pada akhirnya akan menyebabkan perusahaan terlilit hutang dan mengalami kebangkrutan.

Perusahaan harus meninjau kembali system manajemen secara menyeluruh, melakukan inovasi dan beroperasi dengan efisien dan efektif maka akan didapat peningkatan pada pertumbuhan skala usaha dan akhirnya akan terjadi peningkatan nilai bagi pemegang saham.

Peningkatan nilai bagi pemegang saham seperti dimaksud di atas merupakan tujuan utama dari perusahaan. Namun demikian, sasaran utama perusahaan tidak difokuskan pada maksimalisasi laba atau maksimalisasi pendapatan per lembar saham. Hal ini disebabkan oleh :

1. Laba total yang diperoleh perusahaan dapat ditingkatkan melalui transaksi yang bukan dihasilkan dari produk utama. Hal ini mengartikan bahwa perusahaan dapat memperoleh keuntungan diluar kegiatan menjual produk yaitu dengan cara melakukan investasi yang secara pasti memberikan hasil bagi perusahaan seperti : investasi saham, investasi dalam mata uang asing, deposito berjangka pendek dan lain-lainnya.
2. Maksimalisasi pendapatan per lembar saham tidak secara spesifik menentukan lamanya hasil yang diharapkan. Hal ini mengartikan bahwa apabila pendapatan per lembar yang diperoleh pada tahun pertama mencapai maksimal maka tidak ada yang dapat menjamin bahwa pendapatan itu akan dapat bertahan pada tahun – tahun yang akan datang atau sampai seberapa lama dapat dipertahankan.
3. Maksimisasi pendapatan per lembar saham tidak memperhitungkan deviden yang bisa dibayar oleh perusahaan bersangkutan.

Berdasarkan alasan tersebut maka dikatakan bahwa sasaran perusahaan yang tepat adalah memaksimumkan harga pasar per lembar saham. Tingkat hutang dalam struktur modal perusahaan – perusahaan di Indonesia di duga akan berbeda – beda antar setiap industry. Untuk itu, penelitian ini berusaha menelaah adakah perbedaaan industry yang mempengaruhi struktur modal perusahaan di Indonesia.

Struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan karena menekankan pada sumber – sumber pembiayaan jangka panjang atau permanen. Adapun hutang jangka panjang pada umumnya digunakan untuk pembiayaan jangka panjang seperti modernisasi perusahaan, karena kebutuhan modal yang besar sehingga diperlukan waktu yang relative lama dalam proses pengembaliannya. Hutang sendiri mempunyai keuntungan, seperti adanya bunga hutang yang akan diperhitungkan sebagai pengurang pajak dan karena kreditor memperoleh pengembalian dalam jumlah tetap,

maka pemegang saham tidak harus membagi keuntungannya apabila bisnis berjalan dengan baik.

Struktur keuangan dalam suatu perusahaan menunjukkan struktur sumber bagi aktivitas suatu perusahaan yang tercermin pada komposisi *passive* di neraca. Sumber dana perusahaan berasal dari pihak para pemegang saham dan kreditur. Dana pemegang saham dicerminkan dalam modal sendiri (*equity*) sedangkan dana yang berasal dari kreditur dicerminkan dalam pos hutang (*debt*). Perbandingan antara besarnya hutang dan modal disebut dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). DER merupakan rasio yang dianggap sangat penting, sehingga dalam kasus aktivitas pendanaan, DER selalu dikemukakan lebih dahulu dari rasio – rasio lain.

Berdasarkan adanya research gap dari penelitian terdahulu yang dilakukan oleh ¹Wahidahwati (2002). ²Aggrawal dan Nagarajan (1990) maka perlu dilakukan penelitian lanjutan yang menguji pengaruh kepemilikan saham manajemen (Managerial ownership) terhadap DER. ³Wahidahwati (2002) menemukan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang positif terhadap leverage. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan Sekar Mayangsari (2001) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan dengan *debt equity ratio* (DER). Robert Ang (1997) menyatakan bahwa semakin meningkatnya perhatian kreditor terhadap perusahaan, maka sangat dimungkinkan jumlah hutang yang relative lebih besar daripada modal sendiri akan meningkatkan debt to equity ratio. Profitabilitas juga merupakan salah satu factor yang berpengaruh terhadap DER. Rasio profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah return on equity (ROE), dimana ROE menunjukkan kemampuan perusahaan dalam

¹ Wahidahwati, 2002. “Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan : Chicago, The Dryden Press, Hal. 565

² Anggrawal, A dan Nagarajan, “*Corporate Capital Structure, Agency Cost and Ownership Control : The Case of All Equity Firm*”. *Journal Of Finance*, 45 (4), pp. 1325 – 1331

³ Wahidahwati, op.cit.

menghasilkan keuntungan yang didapat berdasarkan dari modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Hasil penelitian terdahulu yang menguji pengaruh antara ROE terhadap DER masih menunjukkan hasil yang bertentangan dan menunjukkan adanya research gap.

Menurut ⁴Brigham (1992) setiap perusahaan akan menghadapi resiko sebagai akibat dari dilakukannya kegiatan operasi perusahaan. Makin besar resiko yang dihadapi perusahaan maka makin rendah rasio hutang yang digunakan perusahaan, karena semakin besar resiko bisnis, penggunaan utang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan utang mereka.

DER dapat menunjukkan tingkat resiko suatu perusahaan dimana semakin tinggi rasio DER maka semakin tinggi resiko yang akan terjadi pada perusahaan karena pendanaan perusahaan dari unsur hutang lebih besar daripada modal sendiri (equity) mengingat DER dalam perhitungannya adalah hutang dibagi dengan modal sendirinya, artinya jika hutang perusahaan lebih tinggi dari modal sendirinya berarti rasio DER diatas 1, sehingga penggunaan dana yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan lebih banyak menggunakan dari unsur hutang. Hal tersebut membuat perusahaan harus menanggung biaya atau beban modal yang besar, resiko yang ditanggung perusahaan juga meningkat apabila investasi yang dijalankan perusahaan tidak menghasilkan tingkat pengembalian yang optimal. Oleh karena itu investor cenderung lebih tertarik pada tingkat DER tertentu yang besarnya kurang dari 1 karena jika lebih besar dari 1 menunjukkan resiko perusahaan semakin meningkat. Berdasarkan ICMD 2008 dan 2009 ditampilkan Jumlah Perusahaan di BEJ tahun 2004-2008 dengan DER lebih dari 1 dan DER kurang dari 1. Hal tersebut

⁴ Brigham, Eugene F, and I. C. Gopenski. 1992. *Intermediate Financial Management*. Fifth Edition. New York: Dryden Press.

menggambarkan fenomena DER perusahaan yang dapat dijadikan data penelitian ini mengenai kondisi yang sebenarnya. Adapun Jumlah Perusahaan di BEJ tahun 2004-2008 dengan DER lebih dari 1 dan DER kurang dari 1 tersebut ditampilkan dalam Tabel 1.4 berikut:

Tabel 1.1

Jumlah Perusahaan Manufaktur di BEI tahun 2004 – 2008 dengan DER lebih dari 1 dan DER kurang dari 1

DER	Jumlah Perusahaan					Persentase (%)				
	2004	2005	2006	2007	2008	2004	2005	2006	2007	2008
DER > 1	120	122	125	124	129	56.6	57.28	55.73	57.14	59.45
DER < 1	92	91	93	93	88	43.4	42.72	44.27	42.86	40.55
TOTAL	212	213	218	217	217	100	100	100	100	100

Sumber : Indonesia Capital Market Directory 2008 dan 2009 (ICMD 2008 & 2009)

Berdasarkan Tabel 1.1 tersebut diatas menggambarkan bahwa jumlah perusahaan yang terdaftar di BEJ setiap tahunnya berfluktuatif, ada perusahaan yang keluar dari BEJ dan masuk ke dalam BEJ. Dengan demikian selama periode tahun 2004 sampai dengan 2008 terdapat lebih dari 50 % perusahaan yang listed di BEJ mempunyai tingkat DER yang lebih besar dari 1, artinya mempunyai proporsi hutang lebih besar daripada modal sendirinya. Selama periode tersebut lebih banyak perusahaan yang memiliki tingkat DER lebih dari 1 daripada perusahaan yang memiliki tingkat DER kurang dari 1.

Keterlibatan Manajer Keuangan dalam investasi modal perusahaan menjadikan mereka merupakan instrument dalam pengalokasian modal masing – masing aktiva. Sebagai konsekuensinya maka pemikiran manajer keuangan harus diarahkan kepada cara investor dan kreditor melakukan penilaian terhadap perusahaan dan keputusan apa yang akan mereka buat agar nilai perusahaan dapat dipengaruhi. Oleh sebab itu, manajemen harus mempunyai dan menetapkan system penilaian yang lengkap dengan norma tertentu sebagai tolak ukur untuk menilai prestasi yang dicapai oleh perusahaan.

Penggunaan kebijakan hutang bisa digunakan untuk menciptakan nilai perusahaan yang diinginkan, namun kebijakan hutang juga tergantung dari pertumbuhan perusahaan yang juga terkait dengan ukuran perusahaan. Artinya perusahaan yang besar dan memiliki tingkat pertumbuhan yang baik, relative lebih mudah untuk mengakses ke pasar modal. Kemudahan ini mengindikasikan bahwa perusahaan besar relative mudah memenuhi sumber dana dari hutang melalui pasar modal, perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan perusahaan yang baik menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar bunga hutang jika menggunakan hutang untuk menjalankan operasional perusahaan tersebut.

Selain itu ada beberapa factor eksternal yaitu *macroeconomic variables* yang paling berpengaruh, sebagai contoh, kebijakan moneter akan menentukan tingkat suku bunga dimana sangat berpengaruh dalam menentukan pilihan antara hutang dan ekuitas. Perkembangan dari pasar modal juga sangat berpengaruh pada modal⁵. Secara keseluruhan, pertumbuhan ekonomi suatu negara berpengaruh pada struktur modal perusahaan. Jadi dari sudut panjang makroekonomi, rasio hutang dari perusahaan merupakan fungsi dari tingkat pertumbuhan ekonomi,

⁵ Booth, Laurence, Aivazian, Varouj, Demirguc-Kunt, Asli, And Maksimovic, Vojislav.2001. "Capital Structure in Developing Countries". *The Journal of Finance*, 87-130.

perkembangan pasar modal, ketersediaan likuiditas dan Miller's tax advantage.

Dari uraian tersebut diatas, untuk perusahaan go public yang merupakan industry yang padat karya dan padat modal sangat memerlukan hutang baik dalam bentuk modal kerja maupun investasi. Sehingga penentuan struktur modal yang optimal bagi perusahaan selain memperhatikan *firm specific factor* juga harus memperhatikan kondisi makroekonomi.

Struktur modal perusahaan merupakan salah satu factor fundamental dalam operasi perusahaan. Struktur modal suatu perusahaan ditentukan oleh kebijakan pembelajaran (financing policy) dari manajer keuangan yang senantiasa dihadapkan pada pertimbangan baik yang bersifat kualitatif maupun kuantitatif yang mencakup tiga unsur penting, yaitu ⁶(Muhammad Rizal, 2002):

1. Keharusan untuk membayar balas jasa atas penggunaan modal kepada pihak yang menyediakan dana tersebut, atau sifat keharusan untuk pembayaran biaya modal.
2. Sampai seberapa jauh kewenangan dan campur tangan pihak penyedia dana itu dalam mengelola perusahaan.
3. Resiko yang dihadapi perusahaan.

Keputusan pendanaan keuangan perusahaan akan sangat menentukan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasinya dan juga akan berpengaruh terhadap resiko perusahaan itu sendiri. Jika perusahaan

⁶ Rizal. Muhammad. 2002, *Analisis Factor – Factor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur di BEJ Tahun 1997 – 2002*, Thesis MM, UGM Yogyakarta.

meningkatkan leverage maka perusahaan ini dengan sendirinya akan meningkatkan resiko keuangan perusahaan. Dan sebaliknya perusahaan harus memperhatikan masalah pajak, karena sebagian ahli berpendapat bahwa penggunaan modal yang berlebihan akan menurunkan tingkat profitabilitas. Untuk itu sebagian manajer tidak sepenuhnya mendanai perusahaannya dengan modal tetapi juga disertai penggunaan dana melalui hutang baik itu hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang karena terkait dengan sifat penggunaan dari hutang tersebut yaitu bersifat mengurangi pajak.

⁷*Balance Theory* (Myers, 1984; Muhammad Rizal, 2002) menyatakan bahwa perusahaan mendasarkan diri pada keputusan suatu struktur modal yang optimal. Struktur modal optimal dibentuk dengan menyeimbangkan keuntungan dari penghematan pajak atas penggunaan hutang terhadap biaya kebangkrutan. ⁸Titman & Wessels (1988) menyatakan bahwa struktur modal dipengaruhi *non debt tax shield*, variabilitas pendapatan dan pertumbuhan perusahaan.

Sedangkan *Pecking Order Theory* ⁹(Myers, 1984) menyatakan perusahaan mempergunakan sumber pendanaan dengan terlebih dahulu memakai sumber internal yaitu laba ditahan dalam membiayai investasinya dan jika sumber pendanaan internal tidak mencukupi maka sumber pendanaan eksternal yang akan dipergunakan. Perusahaan akan menerbitkan hutang sebagai pilihan pertama dan akan menerbitkan ekuitas sebagai pilihan sumber pendanaan terakhir.

Leverage merupakan biaya tetap yang digunakan untuk memperbesar pengaruh perubahan penjualan terhadap laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) perusahaan. *Leverage* operasi terjadi pada saat perusahaan

⁷ Muhammad Rizal, Loc.Cit

⁸ Titman, Sheridan, and Roberto Wessels. 1998. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, Vol. 43. No 1, pp. 1-19

⁹ Myers, Stewart C. 1984. The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, Vol 39 No 3. pp. 575 – 592

menggunakan aktiva yang menimbulkan beban tetap yang harus ditutup dari hasil operasinya.

Sedangkan *financial leverage (leverage keuangan)* merupakan perubahan prosentase EPS bagi para pemegang saham biasa yang dihubungkan dengan perubahan prosentase tertentu dalam EBIT. Financial leverage terjadi pada saat perusahaan menggunakan hutang dan menimbulkan beban tetap (yaitu bunga) yang harus dibayar dari hasil operasi.

Prinsip manajemen perusahaan menuntut agar baik dalam memperoleh maupun menggunakan dana harus didasarkan pada efisiensi dan efektifitas. Efisiensi penggunaan dana berarti bahwa berapa pun dana yang ditanamkan dalam aktiva harus dapat digunakan seefisiensi mungkin untuk menghasilkan tingkat keuntungan investasi yang maksimal. Fungsi penggunaan dana meliputi perencanaan dan pengendalian penggunaan aktiva dalam aktiva lancar maupun aktiva tetap agar dana yang tertanam dalam masing – masing unsur aktiva tersebut disatu pihak tidak terlalu kecil jumlahnya sehingga tidak dapat mengganggu likuiditas dan kelanjutan usaha, dan di lain pihak tidak terlalu besar jumlahnya sehingga menimbulkan dana yang menganggur. Oleh karena itu, pengalokasian dana harus didasarkan pada perencanaan yang tepat, sehingga dana yang menganggur menjadi kecil. Efisiensi penggunaan dana secara langsung dan tidak langsung akan menentukan besar kecilnya tingkat keuntungan yang dihasilkan dari investasi.

Banyak penelitian – penelitian lain yang berkenaan dengan struktur modal seperti yang dilakukan Purba (2001)¹⁰ menggunakan metode analisa yang sifatnya hanya *cross-section*. Penelitian ini mengenai struktur modal perusahaan di Indonesia dengan menggunakan analisa panel data. Titman &

¹⁰ Purba, Silvia Diana. 2001. Studi Empiris Struktural Modal Pada Perusahaan Yang Go Public di Indonesia. Tesis: Program Pascasarjana Universitas Indonesia. Jakarta

Wessels (1998)¹¹, Rajan & Zingales (1995)¹², Ghosh Cai & Li (2004)¹³, Ozkan (2001)¹⁴ dan lain – lain dalam berbagai macam jurnal dan working paper. Dari penelitian tersebut diperoleh factor – factor yang mempengaruhi struktur modal, (semua berasal dari luar Indonesia) kecuali penelitian Perminas Pangeran (2004)¹⁵ dan Indrawati (2006)¹⁶, yang meneliti tentang factor – factor yang mempengaruhi perilaku pemilihan struktur modal antara penawaran sekuritas dan hutang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama 1991-1996. Dan penelitian lanjutan yang meneliti tentang struktur modal di Indonesia masih sangat sedikit.

Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Frank dan Goyal (2007)¹⁷ terhadap struktur modal dari perusahaan – perusahaan di Amerika Serikat dari tahun 1950 sampai 2000. Dari penelitian tersebut, mereka meneliti factor – factor yang mempengaruhi proses pengambilan keputusan dari struktur modal. Factor – factor yang diteliti ada 39 faktor yang dianggap cukup penting yang didasarkan atas beberapa macam teori yang selama ini ada dalam pembahasan tentang struktur modal. Teori – teori tersebut adalah pecking order theory, market timing theory dan trade off theory.

Kondisi struktur modal di Indonesia menurut penelitian yang dilakukan oleh Pangeran (2004)¹⁸, cenderung mengikuti pecking order theory. Hasil penelitian ini memberi bukti empiris bahwa pemilihan

¹¹ Titman, Sheridan, and Roberto Wessels. 1998. The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, Vol. 43. No 1., pp. 1-19

¹² Rajan, Raghuram and Luigi Zingales. 1995. *What Do We Know About Capital Structure*, Journal of Finance, pp. 1421 – 1460.

¹³ Ghosh, Arvin, Li Wenhui and Francis Cai. 2004. Optimal Capital Structure VS Pecking Order Theory : A Further Test. *Journal of Business & Economic Research*. Vol. 2, No. 8.

¹⁴ Ozkan, Aydin. 2001. Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long –Run Target : Evidence From UK Company Panel Data. *Journal Business Finance & Accounting*. March, pp. 175 – 198.

¹⁵ Pangeran, Perminas. 2004. Pemilihan Antara Penawaran Sekuritas Ekuitas dan Hutang : Suatu Pengujian Empiris Terhadap Pecking Order Theory dan Balance Theory, *Usahawan* No.4. Th.33

¹⁶ Indrawati, Titik, dan Suhendra, 2006. Determinasi Capital Structure Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Periode 2000 – 2004. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia Januari – Juni 2006*, Vol. 3, No.1, pp. 77-105.

¹⁷ Frank, Murray Z., and Vidhan K. Goyal. 2007. *Capital Structure Decisions : Which Factors Are Reliably Important*. University of Minnesota, Minneapolis.

¹⁸ Perminas Pangeran. 2004, Op.cit.

penawaran sekuritas ekuitas selama periode 1991-1996 cenderung mengikuti filosofi pecking order theory. Informasi ini mengindikasikan bagi perusahaan penerbit saham bahwa penawaran ekuitas baru dilakukan hanya pada kondisi penurunan asymmetric information. Perusahaan cenderung melakukan penawaran ekuitas baru ketika harga saham naik dan kondisi pasar modal menguntungkan. Perusahaan dipengaruhi secara signifikan oleh kinerja harga saham, kondisi pasar modal dan profitabilitas masa lalu dalam memilih antara ekuitas dan hutang.

Berbagai macam penelitian diatas tersebut belum memuaskan para manajer keuangan dalam menentukan kebijakan struktur modal yang terbaik. Sebagai contoh dalam studi Shyam-Sunder et dan Myers (1999)¹⁹ dan Frank dan Goyal (2003)²⁰, pecking order theory dan static trade off theory saling bersaing dalam menentukan proxy factor determinan terbaik. Sebenarnya tidak ada yang mengetahui dengan pasti bagaimana mengidentifikasi struktur modal optimal sebuah perusahaan secara akurat dan mengukur dampak – dampak struktur modal pada harga saham dan biaya modal.

Nilai pasar perusahaan merupakan nilai pasar dari suatu ekuitas perusahaan ditambah nilai pasar hutang (Helfert, 1997 : 335)²¹. Dengan demikian, penambahan nilai jumlah ekuitas perusahaan dengan hutang perusahaan dapat mencerminkan nilai perusahaan. Diperkirakan berdasarkan penelitian terdahulu, ada beberapa factor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, diantaranya: keputusan pendanaan, kebijakan deviden, keputusan investasi, struktur modal, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan. Dimana, beberapa factor tersebut memiliki hubungan dan

¹⁹ Shyam – Sunder, Lakshmi and Stewart C. Myers. 1999. *Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure*. Journal of Financial Economic. 51, pp. 219 – 244.

²⁰ Frank, Murray Z., and Vidhan K. Goyal. 2007. *Capital Structure Decisions : Which Factors Are Reliably Important*. University of Minnesota, Minneapolis.

²¹ Helfert, E. A. 1997. *Teknik Analisis Keuangan*. Penerjemah Herman Wibowo. Edisi Kedelapan. Jakarta : Erlangga.

pengaruh terhadap nilai perusahaan yang tidak konsisten. Nilai perusahaan adalah nilai laba masa yang akan datang yang diekspektasi yang dihitung kembali dengan suku bunga yang tepat (Winardi, 2001 : 23)²².

Keputusan struktur modal secara langsung berpengaruh terhadap besarnya resiko yang ditanggung pemegang saham serta besarnya tingkat pengembalian atau tingkat keuntungan yang diharapkan. Keputusan struktur modal yang diambil oleh manajer tersebut tidak saja berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan. Resiko keuangan tersebut meliputi kemungkinan ketidakmampuan perusahaan untuk membayar kewajiban – kewajibannya dan kemungkinan tidak tercapainya laba yang ditargetkan perusahaan. Berdasarkan penjelasan diatas, tampak bahwa keputusan struktur modal merupakan keputusan yang sangat penting bagi kelangsungan hidup perusahaan.

Pertumbuhan (Growth) adalah seberapa jauh perusahaan menempatkan diri dalam system ekonomi secara keseluruhan atau system ekonomi untuk industry yang sama (Machfoedz, 1996 : 108)²³. Pada umumnya, perusahaan yang tumbuh dengan cepat memperoleh hasil positif dalam artian pemantapan posisi dipeta persaingan, menikmati penjualan yang meningkatkan secara signifikan dan diiringi oleh adanya peningkatan pangsa pasar. Perusahaan yang tumbuh cepat juga menikmati keuntungan dari citra positif yang diperoleh, akan tetapi perusahaan harus ekstra hati – hati, karena kesuksesan yang diperoleh menyebabkan perusahaan menjadi rentan terhadap adanya isu negative.

Beberapa hal yang perlu mendapat perhatian penting karena dapat merupakan sumber berita negative yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk mempertahankan, mengembangkan dan menggambarkan

²² Winardi. 2001. *Ekonomi Manajerial*. Bandung: Mandar Maju.

²³ Machfoedz, Mas'ud. 1996. *Akuntansi Manajemen Perencanaan Dan Pembuatan Keputusan Jangka Pendek*. Edisi Kelima. Buku 1. Yogyakarta : STIE –Widya Wiwaha.

kemampuan perusahaan untuk mempertahankan, mengembangkan dan membangun kecocokan kualitas dan pelayanan dengan harapan konsumen. Pertumbuhan cepat juga memaksa sumber daya manusia yang dimiliki untuk secara optimal memberikan biaya yang kurang terkendali, maka dalam mengelola pertumbuhan, perusahaan harus memiliki pengendalian operasi dengan penekanan pada pengendalian biaya (Susanto, 1997 : 185 – 187)²⁴.

Sampai saat ini penelitian mengenai struktur modal bertujuan untuk menentukan modal yang dapat menjelaskan keputusan pendanaan perusahaan. Secara teoritis, factor – factor yang mempengaruhi keputusan struktur pendanaan sulit untuk keputusan pendanaan perusahaan.

Penelitian tentang struktur modal yang mempengaruhi nilai perusahaan telah banyak dilakukan di Indonesia. Beberapa peneliti tersebut adalah Sugihen (2003)²⁵ menemukan bukti bahwa struktur modal berpengaruh tidak langsung negative terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan pada fakta empiris dalam penelitiannya menjelaskan bahwa pada masa krisis, para pelaku pasar memahami bahwa peningkatan hutang disebabkan oleh factor eksternal (kurs valuta asing dan suku bunga) yang tidak dapat dikontrol oleh perusahaan. Para pelaku pasar yakin bahwa apabila pengaruh eksternal ini kembali normal, maka perusahaan akan kembali membaik, dan nilai pasar ekuitas ditentukan oleh permintaan dan penawaran.

Hasnawati (2005)²⁶ membuktikan bahwa Kebijakan deviden secara langsung mempengaruhi nilai perusahaan dan secara tidak langsung keputusan investasi mempengaruhi nilai perusahaan melalui kebijakan deviden dan keputusan pendanaan.

²⁴ Susanto. 1997. *Manajemen Aktual Topik – Topik Aktuan Manajemen Dalam Risk Perubahan*. Jakarta : Grasindo.

²⁵ Sugihen, S.G. 2003. “*Pengaruh Struktur Modal Terhadap Produktivitas Aktiva, Kinerja Keuangan, Serta Nilai Perusahaan Industri Manufaktur Terbuka Di Indonesia*”. Disertasi.

²⁶ Hasnawati, Sri. 2005. “*Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta*”. *Usahawan* : No. 09/th XXXIX, September 2005.

Solihah dan Taswan (2002)²⁷ menemukan bukti bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Modigliani and Miller pada tahun 1963 bahwa dengan memasukkan pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan.

Sriwardany (2006)²⁸ menemukan bukti bahwa struktur modal mempunyai pengaruh negative terhadap perubahan harga saham yang memberikan arti bahwa jika kebijaksanaan struktur modal perusahaan lebih banyak menggunakan hutang maka akan terjadi penurunan harga saham, sedangkan pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang langsung terhadap harga saham.

Melalui model adanya pajak penghasilan terdapat adanya pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan jika terdapat pajak perusahaan dan pajak perseorangan. Dalam pendekatan Modigliani-Miller kondisi adanya pajak penghasilan perusahaan benar maka nilai perusahaan akan meningkat terus karena penggunaan hutang yang semakin besar. Tetapi harus diketahui bahwa nilai sekarang *financial distress* dan nilai sekarang *agency costs* dapat mengakibatkan turunnya nilai perusahaan yang memiliki *leverage*. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa, struktur modal yang optimal dapat dicapai dengan menyeimbangkan keuntungan perlindungan pajak dengan beban biaya sebagai akibat penurunan hutang yang semakin besar (Sartono, 2001:242)²⁹

Penelitian yang dilakukan Buferna *et al.* (2005)³⁰ mengenai penentu struktur modal perusahaan di Libya (Afrika) menunjukkan bukti adanya

²⁷ Soliha, E., dan Taswan. 2002. "Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya". *Jurnal Bisnis Dan Ekonomi*. September 2002.

²⁸ Sriwardany. 2006. "Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Struktur Modal dan Dampaknya Terhadap Perubahan Harga Saham Pada Perusahaan Manufaktur Tbk". Tesis.

²⁹ Sartono, R.A. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. Yogyakarta : BPFE

³⁰ Buferna, F. Bangassa, K and Hodgkinson. 2005. "Determinants of Capital Structure: Evidence From Libya". *Research Paper Series The University of Liverpool*

teori struktur modal yang berkaitan dengan Negara berkembang. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa teori *static trade off* merupakan teori yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan – perusahaan di Libya dalam memilih bentuk pendanaannya, tetapi penelitian tersebut hanya memberikan sedikit bukti yang mendukung teori asimetri informasi. Hal ini dapat terjadi karena Libya merupakan Negara berkembang dan tidak mempunyai pasar modal sehingga pemenuhan sumber pendanaan cenderung dilakukan melalui pinjaman bank.

Fenomena keuangan seperti tingginya hutang pada perusahaan – perusahaan di Indonesia merupakan hal yang cukup menarik untuk di kaji, karena pada umumnya penelitian – penelitian terdahulu dilakukan pada Negara maju. Oleh karena itu, penelitian ini dilakukan untuk menganalisa keputusan pendanaan pada perusahaan – perusahaan manufaktur yang go publik yang terdapat di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan – perusahaan tersebut mempertimbangkan berbagai factor dalam memutuskan sumber pendanaannya serta memperhatikan manfaat dan biaya dari sumber pendanaan yang ditentukan. Dari penelitian pada perusahaan – perusahaan di Indonesia di temukan bahwa perusahaan beroperasi seolah – olah ada debt equity ratio yang optimal. Bila memang benar bahwa perusahaan mempunyai target rasio hutang terhadap modal tertentu, tentunya masih harus diuji factor – factor apa yang secara teoritis dapat menjelaskan perilaku tersebut. Untuk itu di lakukan analisa statis terhadap factor – factor atau determinan yang mempengaruhi struktur modal.

Berdasarkan uraian di atas, maka peneliti merasa tertarik untuk melakukan penelitian yang hasilnya dituangkan dalam bentuk Karya Tulis dengan judul

“DETERMINAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG GO PUBLIC DI INDONESIA”.

1.2 Identifikasi Masalah

Berdasarkan uraian diatas, dapat diidentifikasi beberapa permasalahan sebagai berikut:

1. Struktur modal optimal yang dihadapi oleh manajer dalam sebuah perusahaan sangatlah penting. Manajer perusahaan harus dapat menentukan penentuan pembelanjaan perusahaan dengan menggunakan hutang, ekuitas atau menerbitkan saham. Masalah penentuan struktur modal optimal berhubungan dengan bagaimana cara membiayai kegiatan perusahaan, cara perolehan dana dengan biaya (*cost of capital*) minimal, serta cara penentuan komposisi sumber pembiayaan yang paling optimal guna memaksimalkan nilai perusahaan.
2. Dengan demikian selama periode tahun 2004 sampai dengan 2008 terdapat lebih dari 50 % perusahaan yang listed di BEJ mempunyai tingkat DER yang lebih besar dari 1, artinya mempunyai proporsi hutang lebih besar daripada modal sendirinya.
3. Sampai saat ini masih belum dapat dipastikan dengan tepat dan lengkap factor – factor apa saja yang berpengaruh terhadap struktur modal suatu perusahaan.

1.3 Perumusan Masalah

Seorang manajer keuangan membutuhkan pedoman keberhasilan dalam melakukan pengambilan keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Pedoman tersebut dikaitkan dengan tujuan manajemen keuangan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Dengan demikian semua keputusan yang diambil oleh manajer keuangan dianggap benar apabila keputusan tersebut dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sebagai dasar pembahasan

judul yang dipilih oleh penulis, maka masalah penelitian yang akan dibahas adalah sebagai berikut :

1. Apakah variable (pertumbuhan penjualan, profitabilitas, ukuran perusahaan, public ownership dan der tahun lalu) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur go public yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
2. Variable manakah dari pertumbuhan penjualan, profitabilitas, ukuran perusahaan, public ownership dan der tahun lalu yang paling dominan akan berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan manufaktur go public yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

1.4 Tujuan Penelitian

Berdasarkan pada permasalahan yang telah diuraikan sebelumnya, maka tujuan penelitian ini adalah :

1. Untuk menguji pengaruh pertumbuhan penjualan, profitabilitas, ukuran perusahaan, public ownership dan der tahun lalu terhadap struktur modal perusahaan manufaktur go public yang ada di Bursa Efek Indonesia secara simultan dan parsial.
2. Untuk menentukan variable bebas manakah diantara pertumbuhan penjualan, profitabilitas, ukuran perusahaan, public ownership dan der tahun lalu yang akan memiliki pengaruh paling dominan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur go public yang ada di Bursa Efek Indonesia.

1.5 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan bermanfaat bagi pihak – pihak yang berkepentingan antara lain :

1. Memberikan sumbangan keilmuan khususnya kepada manajer keuangan mengenai kebijakan struktur modal pada perusahaan manufaktur yang go public di Bursa Efek Indonesia. Mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber dana yang dipilih dalam melakukan pengambilan keputusan pendanaan.
2. Sebagai bahan pertimbangan dan informasi dalam menentukan alternative pendanaan dan aspek – aspek yang mempengaruhinya, serta sebagai salah satu masukan mengenai kinerja perusahaan sehingga mempertimbangkan kebijakan calon investor dalam menanamkan modalnya.
3. Penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai bahan pembandingan bagi studi – studi yang dilakukan oleh peneliti lain yang ada di Indonesia atau negara lain mengenai masalah yang sama. Disamping itu, dunia akademis dapat memahami bagaimana struktur modal optimal yang diperoleh melalui penekanan kinerja proses tersebut dapat memaksimumkan nilai perusahaan.

1.6 Keterbatasan

Dalam penelitian ini terdapat keterbatasan dalam mengambil, memproses data dan menginterpretasikan data. Keterbatasan pada penelitian ini diharapkan dapat menjadi rekomendasi untuk mengadakan penelitian selanjutnya :

1. Penelitian menggunakan data sekunder, sehingga olahan dan analisis data sangat tergantung pada akurasi pada publikasi,

2. Kesalahan data, kesalahan ini meliputi antara lain kesalahan dalam pemilihan variable yang relevan, kesalahan dalam pengukuran serta kesalahan dalam editing dan input data.
3. Penelitian ini belum mengcover factor – factor lain diluar ukuran perusahaan yang dapat mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan. Factor krusial yang ditengarai mempengaruhi kinerja keuangan seperti strategi korporasi belum dilibatkan dalam penelitian ini.