

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Sebagai suatu organisasi bisnis yang memiliki tujuan utama memperoleh keuntungan serta meraih keunggulan kompetitif di pasar setiap perusahaan membutuhkan dana. Dana yang digunakan oleh perusahaan guna mendukung aktivitas bisnis secara teoritis dapat diperoleh melalui dua sumber yang terdiri dari sumber dana internal dan sumber dana eksternal. Sumber dana internal perusahaan dapat berbentuk laba ditahan dan modal yang disetor oleh pemilik. Sumber dana eksternal dapat berbentuk utang dan saham. Perusahaan harus mampu mengambil keputusan serta mengkombinasikan terkait sumber dana yang paling efisien.

Keputusan memilih serta mengkombinasikan sumber dana dalam manajemen keuangan dikenal dengan struktur modal. Konsep yang paparkan oleh Baker & Martin (2011) menyatakan bahwa struktur modal merupakan suatu bentuk keputusan yang diambil oleh jajaran manajemen perusahaan terkait pemilihan sumber dana. Pendapat lain dikemukakan oleh Borgia & Newman (2012) bahwa struktur modal mengacu pada kombinasi penggunaan utang dan ekuitas yang digunakan untuk membiayai aktivitas bisnis perusahaan.

Struktur modal merupakan salah satu bentuk keputusan penting bagi perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Al-Najjar & Hussainey (2011) menyatakan bahwa struktur modal merupakan salah satu bentuk keputusan krusial

dalam kebijakan pengelolaan dana perusahaan. Hal tersebut dikarenakan struktur modal secara signifikan mampu memengaruhi kinerja keuangan perusahaan (Kumar et al.2017). Ketidaktepatan dalam memilih sumber pendanaan yang cocok bagi perusahaan sebagai contoh proporsi utang terlalu tinggi dapat meningkatkan potensi kebangkrutan. Studi empiris yang dilakukan oleh Li & Stathis (2017), Vo (2017), Chadha & Sharma (2015), Palliam et al. (2013) juga menyatakan bahwa struktur modal merupakan salah satu keputusan penting bagi perusahaan. Oleh karena itu, berdasarkan pemaparan di atas penting bagi jajaran manajemen perusahaan untuk mengetahui serta memahami determinan atau faktor-faktor penting yang mampu memengaruhi struktur modal.

Pendekatan teoritis yang sering digunakan dalam menjelaskan determinan struktur modal perusahaan antara lain: *pecking order theory* (G. Noulas & Genimakis, 2014) dan *agency theory*. *Pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan memiliki hierarki keputusan pemilihan sumber dana. Perusahaan cenderung menggunakan utang sebagai sumber pendanaan ketika dana internal sudah tidak cukup. *Trade-Off theory* memaparkan bagaimana perusahaan menentukan jumlah utang yang digunakan dengan mempertimbangkan manfaat yaitu penghematan pajak serta biaya dalam bentuk bunga. *Agency theory* menjelaskan hubungan juga perilaku antara pemilik perusahaan dengan jajaran manajemen perusahaan. Teori agensi memberi gambaran bahwa ketika terjadi pemisahan kepemilikan dan pengelolaan perusahaan, jajaran manajemen perusahaan mungkin memiliki tujuan yang tidak sejalan dengan tujuan pemilik perusahaan yang dalam hal ini adalah pemegang saham sehingga dimungkinkan

terjadi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan jajaran manajemen perusahaan.

Studi empiris mengenai determinan yang mampu memengaruhi jajaran manajemen perusahaan terkait pemilihan sumber dana hingga saat ini masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Penelitian yang dilakukan oleh Palliam et al. (2013) menyatakan bahwa aset tetap yang dimiliki seharusnya menjadi faktor penting dalam menjelaskan struktur modal perusahaan. Huang & Song (2006) menyatakan bahwa aset tetap perusahaan dapat dijadikan jaminan oleh perusahaan guna memperoleh pendanaan eksternal. Studi empiris yang dilakukan oleh Deesomsak et al. (2004), Antoniou et al. (2008), Frank & Goyal (2009), Chadha & Sharma (2015) menyimpulkan bahwa aset tetap memiliki hubungan positif terhadap struktur modal. Hasil berbeda disimpulkan oleh Sheikh & Wang (2011) bahwa aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan memiliki hubungan negatif terhadap struktur modal.

Studi empiris mengenai determinan lain yang mampu memberikan pengaruh terhadap struktur modal perusahaan dilakukan oleh Li & Stathis (2017), Vo (2017), Martín & Saona (2017), Chadha & Sharma (2015), Alipour et al. (2015) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki hubungan negatif terhadap struktur modal. Hasil berbeda ditunjukkan oleh penelitian Margaritis & Psillaki (2007), Nunkoo & Boateng (2010) yang menyimpulkan bahwa profitabilitas perusahaan memiliki hubungan positif terhadap struktur modal.

Pendekatan teoritis dan studi empiris terdahulu mengenai struktur modal perusahaan berasumsi bahwa jajaran manajemen perusahaan berfikir dan bertindak

secara rasional dalam mengambil keputusan. Pernyataan tersebut didukung penelitian yang dilakukan oleh Barros & Silveira (2008) mengatakan bahwa secara implisit teori keuangan selalu berasumsi bahwa jajaran manajemen perusahaan selalu bertindak rasional. Namun, pada kenyataannya para pihak yang terlibat dalam pengambilan keputusan terkadang dihadapkan pada suatu keadaan dimana pertimbangan yang tidak rasional harus diikutsertakan dalam keputusan yang diambil. Studi empiris yang dilakukan oleh Kumar et al. (2017) menyimpulkan bahwa terdapat variabel-variabel di luar karakteristik perusahaan dalam hal ini aspek kognitif yang diduga memiliki peran dalam kebijakan struktur modal. Pernyataan tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Hackbarth (2008) bahwa aspek kognitif memiliki peran terkait kebijakan struktur modal perusahaan. Ilmu psikologi menyatakan bahwa fenomena terkait pengambilan keputusan yang tidak didasarkan pada rasionalitas disebut bias kognitif.

Bias kognitif merupakan suatu kesalahan sistematis dalam berpikir yang memengaruhi keputusan serta penilaian terhadap sesuatu Cherry (2016). Asri (2013) menyatakan bahwa karena banyaknya faktor-faktor yang perlu dipertimbangkan terkait kebijakan struktur modal, pengambil keputusan dalam hal ini jajaran manajemen perusahaan sering kali tidak sepenuhnya mempertimbangkan serta memperhitungkan faktor-faktor tersebut. Hal ini menyebabkan munculnya bias kognitif. Bias kognitif yang mungkin timbul dalam kebijakan struktur modal perusahaan adalah *overconfidence*.

Overconfidence mengacu pada penilaian seseorang terhadap kemampuan dirinya, ia meyakini bahwa kemampuan yang dimiliki diatas rata-rata dibandingkan

yang lain. Pengertian lain dikemukakan oleh Ackert & Deaves (2010) yang menyatakan bahwa *overconfidence* merupakan suatu bentuk kecenderungan seseorang dalam melebih-lebihkan pengetahuan serta kemampuan. Bias kognitif dalam proses pengambilan keputusan penggunaan utang dalam struktur modal yang timbul melalui perilaku *overconfidence*¹ terjadi ketika jajaran manajemen perusahaan merasa yakin atas kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba.

Pendekatan teoritis mengenai aspek kognitif dalam memengaruhi jajaran manajemen terkait keputusan yang diambil dikemukakan oleh Hambrick & Mason (1984). Pendekatan teoritis tersebut dikenal dengan *upper echelon theory*. *Upper echelon theory* secara singkat menyatakan bahwa struktur modal perusahaan merupakan suatu *output* keputusan startegis dan kompleks. *Upper echelon theory* juga menyatakan bahwa ketika keputusan yang diambil oleh jajaran manajemen perusahaan merupakan bagian dari keputusan strategis, maka keterlibatan aspek kognitif semakin tinggi.

Studi empiris terdahulu mengenai pengaruh variabel di luar karakteristik perusahaan dalam hal ini *managerial overconfidence* terhadap struktur modal perusahaan terbukti memiliki peran. Namun, hasil studi empiris mengenai pengaruh variabel di luar karakteristik perusahaan dalam hal ini *managerial overconfidence* terhadap struktur modal perusahaan juga menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Hal tersebut dibuktikan dengan penelitian yang dilakukan oleh Barros & Silveira (2008), Teng & Liu (2011), Antonczyk & Salzmann (2014), Yung et al. (2015) menyimpulkan bahwa *managerial overconfidence* memiliki hubungan positif

¹ Istilah *overconfidence* dalam konteks perusahaan dikenal dengan *managerial overconfidence*.

terhadap struktur modal perusahaan. Hasil berbeda ditunjukkan oleh penelitian yang dilakukan oleh Ting et al. (2016) yang menyatakan bahwa *managerial overconfidence* berpengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Tomak (2013) menyimpulkan bahwa *managerial overconfidence* memiliki peran dalam kebijakan struktur modal perusahaan

Perbedaan hasil penelitian terkait determinan struktur modal perusahaan jika ditinjau melalui karakteristik perusahaan dirangkum melalui tabel berikut:

Tabel 1.1
Perbedaan Hasil Penelitian Variabel Karakteristik Perusahaan

Hubungan Variabel	Peneliti	Hasil Penelitian
Pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal	Li & Stathis (2017), Vo (2017), San Martín & Saona (2017), Chadha & Sharma (2015), Alipour et al. (2015)	Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal
	Margaritis & Psillaki (2007), Nunkoo & Boateng (2010)	Profitabilitas berpengaruh positif terhadap struktur modal
Pengaruh asset tetap terhadap struktur modal	Deesomsak, Paudyal, & Pescetto (2004), Antoniou, Guney & Paudyal (2008), Frank & Goyal (2009), Chadha & Sharma (2015)	Aset tetap berpengaruh positif terhadap struktur modal
	Ahmed Sheikh & Wang (2011)	Aset tetap berpengaruh negatif terhadap struktur modal

Sumber: Jurnal Dipublikasikan

Perbedaan hasil penelitian terkait determinan struktur modal perusahaan jika ditinjau melalui variabel non-karakteristik perusahaan dirangkum melalui tabel berikut:

Tabel 1.2
Perbedaan Hasil Penelitian Variabel Non-Karakteristik Perusahaan

Hubungan Variabel	Peneliti	Hasil Penelitian
Pengaruh <i>managerial overconfidence</i> terhadap struktur modal	Barros & Silveira (2008), Teng & Liu (2011), Antonczyk & Salzmann (2014), Yung, Li, & Sun (2015).	<i>Managerial overconfidence</i> berpengaruh positif terhadap struktur modal
	Ting, Lean, Kweh, & Azizan, (2016)	<i>Managerial overconfidence</i> berpengaruh negatif terhadap struktur modal
	Tomak (2013)	<i>Managerial overconfidence</i> tidak berpengaruh terhadap struktur modal

Sumber : Jurnal Dipublikasikan

Survey data awal mengenai rata-rata penggunaan utang oleh perusahaan, rata-rata aset tetap yang dimiliki serta rata-rata profitabilitas seluruh perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007 hingga 2016 adalah sebagai berikut:

Tabel 1.3
Rata-Rata Penggunaan Utang, Profitabilitas, Aset Tetap Seluruh Perusahaan
Non-Kuangan Tahun 2007-2016

Tahun	Struktur Modal*	Profitabilitas*	Aset Tetap**
2007	32.87	5.39	38.07
2008	33.37	4.29	35.87
2009	30.07	5.56	38.18
2010	28.78	7.41	37.22
2011	27.99	7.41	36.08
2012	28.33	7.56	35.18
2013	29.72	5.44	36.11
2014	30.63	5.21	36.33
2015	31.78	2.90	37.87
2016	26.63	3.62	37.91

Sumber: Data Bloomberg diolah

*Keterangan: * presentase ** dalam milyar rupiah*

Besaran rata-rata rasio utang terhadap modal seluruh perusahaan non-keuangan periode 2007 hingga 2016 yang digambarkan melalui Tabel 1.3 cenderung berfluktuatif. Anomali penggunaan utang perusahaan jika ditinjau melalui rata-rata presentase profitabilitas terjadi pada periode 2011 hingga 2012, penggunaan utang pada periode tersebut cenderung meningkat sebesar 0.34 persen, namun rata-rata presentase profitabilitas justru meningkat sebesar 0.15 persen, hal tersebut bertolak belakang dengan *pecking order theory*. Anomali lain pada periode tersebut terjadi pada nilai aset tetap perusahaan, peningkatan penggunaan utang perusahaan justru diikuti oleh penurunan rata-rata presentase aset tetap perusahaan sebesar 0.90 persen. Hal tersebut bertolak belakang dengan *trade-off theory*.

Upper echelon theory, Margolin (2013), Ritter (2003) menyatakan bahwa bias kognitif yang timbul melalui perilaku *managerial overconfidence* dapat bersumber dari tingkat pendidikan dan tingkat pengalaman jajaran manajemen perusahaan. Studi yang dilakukan oleh Lichtenstein & Fischhoff (1977)

mengatakan bahwa pihak dengan pengetahuan yang lebih cenderung memiliki tingkat kepercayaan diri yang berlebihan.

Penelitian spesifik mengenai bias kognitif yang timbul melalui perilaku *managerial overconfidence* dan bersumber dari tingkat pendidikan serta tingkat pengalaman masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Hasil studi empiris terdahulu dilakukan oleh Ting et al. (2016), Wei et al. (2011) yang menyimpulkan bahwa *managerial overconfidence* jika diukur melalui tingkat pendidikan memiliki hubungan positif terhadap struktur modal. Hasil berbeda disimpulkan oleh Borgia & Newman (2012) bahwa *managerial overconfidence* jika diukur melalui tingkat pendidikan memiliki hubungan negatif. Hasil studi empiris terdahulu jika *managerial overconfidence* diukur melalui tingkat pengalaman dilakukan oleh Matemilola et al. (2017), Borgia & Newman (2012) yang menyimpulkan bahwa bahwa perilaku *managerial overconfidence* yang diukur melalui tingkat pengalaman memiliki hubungan positif terhadap struktur modal. Hasil berbeda disimpulkan oleh Ting et al. (2016), Wei et al. (2011) bahwa *managerial overconfidence* yang diukur melalui tingkat pengalaman memiliki hubungan negatif.

Studi empiris yang dilakukan oleh Ting et al. (2016) memberikan asumsi bahwa bias kognitif yang timbul melalui perilaku *managerial overconfidence* dalam proses pengambilan keputusan penggunaan utang struktur modal merupakan perilaku negatif sehingga diperlukan variabel yang mampu mengurangi dampak negatif perilaku *managerial overconfidence* yaitu kepemilikan institusi. Teori agensi memaparkan bahwa diperlukan suatu pengawasan atau *monitoring* guna

memastikan bahwa jajaran manajemen perusahaan bertindak sesuai kepentingan pemegang saham. Studi empiris yang dilakukan oleh Al-Najjar (2010) menyatakan bahwa kepemilikan institusi berperan sebagai alat untuk mengawasi setiap keputusan yang diambil oleh jajaran manajemen suatu perusahaan, kesimpulan tersebut diperkuat oleh Chaganti & Damanpour (1991) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi memiliki kemampuan dalam memengaruhi proses pengambilan keputusan dalam suatu perusahaan.

Penelitian ini mengasumsikan terdapat bias kognitif yang timbul melalui perilaku *managerial overconfidence* dalam kebijakan struktur modal perusahaan. Penelitian ini juga mengasumsikan bahwa perilaku *managerial overconfidence* merupakan perilaku negatif yang mungkin dapat merugikan perusahaan. Determinan struktur modal secara umum pada dasarnya tidak hanya dipengaruhi oleh aset tetap serta kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Namun, studi empiris yang dilakukan oleh Kumar et al. (2017) dan Rajan & Zingales (1995) menyatakan bahwa aset tetap serta kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba merupakan variabel-variabel utama yang secara konsisten digunakan dalam penelitian struktur modal.

Fokus utama penelitian adalah dengan tetap meninjau struktur modal perusahaan berdasarkan karakteristik perusahaan secara umum, penelitian ini juga berusaha membuktikan secara empiris bagaimana struktur modal sebagai *output* dari keputusan pendanaan perusahaan ditinjau melalui variabel diluar karakteristik perusahaan dalam hal ini *managerial overconfidence*. Peran moderasi dari kepemilikan institusi juga diuji dalam penelitian ini dengan mengacu penelitian

1.2 Rumusan Masalah Penelitian

Tabel 1.1 dalam latar belakang penelitian ini menunjukkan bahwa studi empiris terdahulu mengenai determinan yang memiliki kemampuan dalam memengaruhi struktur modal perusahaan jika ditinjau melalui karakteristik perusahaan dalam hal ini aset tetap dan profitabilitas menunjukkan hasil yang berbeda atau tidak konsisten. Hasil studi empiris tersebut membuktikan pernyataan Myers (1984) bahwa faktor-faktor yang memengaruhi struktur modal perusahaan belum jelas. Hasil survey data awal penelitian pada Tabel 1.3 mengenai peran aset tetap dan profitabilitas dalam memengaruhi struktur modal secara umum dapat disimpulkan bahwa terdapat suatu fenomena yang menunjukkan suatu perbedaan atau ketidakkonsisten hubungan antara variabel aset tetap dan profitabilitas dengan keputusan pendanaan yang direpresentasikan melalui struktur modal perusahaan.

Tabel 1.2 dalam latar belakang penelitian menunjukan bahwa terdapat faktor lain di luar karakteristik perusahaan dalam memengaruhi struktur modal perusahaan. Namun, hasil studi empiris terdahulu yang ditunjukkan melalui tabel 1.2 mengenai pengaruh faktor diluar karakteristik perusahaan dalam hal ini *managerial overconfidence* terhadap keputusan struktur modal menunjukkan hasil yang berbeda atau tidak konsisten.

Hasil tidak konsisten yang ditunjukkan pada Tabel 1.1, Tabel 1.2 dan Tabel 1.3 mengenai determinan struktur modal perusahaan menyimpulkan bahwa terdapat lima variabel yang diduga berperan dalam menentukan struktur modal perusahaan antara lain: (1) aset tetap (2) profitabilitas (3) *managerial overconfidence* jika ditinjau dari tingkat pendidikan (4) *managerial overconfidence*

jika ditinjau dari tingkat pengalaman (5) kepemilikan institusi sebagai variabel moderasi. Berdasarkan pemaparan rumusan masalah, maka pertanyaan penelitian yang diajukan adalah sebagai berikut:

- 1) Bagaimana pengaruh aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan terhadap struktur modal perusahaan?
- 2) Bagaimana pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan?
- 3) Bagaimana pengaruh *managerial overconfidence* jika ditinjau dari tingkat pendidikan terhadap struktur modal perusahaan?
- 4) Bagaimana pengaruh *managerial overconfidence* jika ditinjau dari pengalaman terhadap struktur modal perusahaan?
- 5) Bagaimana peran kepemilikan institusi dalam memoderasi *managerial overconfidence* terhadap struktur modal?

1.3 Tujuan Penelitian

1. Untuk menganalisis pengaruh aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan terhadap struktur modal.
2. Untuk menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan.
3. Untuk menganalisis pengaruh *managerial overconfidence* jika ditinjau dari tingkat pendidikan terhadap struktur modal perusahaan.
4. Untuk menganalisis pengaruh *managerial overconfidence* jika ditinjau dari pengalaman terhadap struktur modal perusahaan.

5. Untuk menganalisis peran moderasi dari kepemilikan institusi dalam memengaruhi *managerial overconfidence* terhadap struktur modal perusahaan.

1.4 Manfaat Penelitian

1.4.1 Manfaat Teoritis

Penelitian ini diharapkan mampu memberikan kontribusi pengembangan ilmu manajemen keuangan perusahaan yang secara khusus mengenai pengaruh aset tetap, profitabilitas, *managerial overconfidence* terhadap struktur modal dengan variabel kepemilikan institusi sebagai variabel moderasi.

1.4.2 Manfaat Praktis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi berupa informasi mengenai variabel-variabel yang patut dipertimbangkan oleh perusahaan dari berbagai sektor terutama jajaran manajemen dalam merumuskan kebijakan struktur modal.

1.5 Sistematika Penulisan Penelitian

BAB I PENDAHULUAN

Bagian ini menjelaskan latar belakang terkait pemilihan topik struktur modal, rumusan masalah tentang topik tersebut, tujuan penelitian, manfaat penelitian serta sistematika penelitian.

BAB II TINJAUAN LITERATUR

Bagian ini berisi definisi konseptual dari struktur modal, bias kognitif dalam pengambilan keputusan keuangan, *managerial overconfidence*, landasan teori yang

digunakan, ringkasan penelitian terdahulu, rumusan hipotesis kerangka pemikiran penelitian dan ringkasan hipotesis penelitian.

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

Bagian ini berisi penjelasan terakit variabel yang digunakan dalam usulan peneltian, definisi operasional dari variabel tersebut, teknik pengambilan sampel, jenis data beserta sumber data serta metode analisis.

BAB IV HASIL & PEMBAHASAN

Bagian ini berisi penjelasan terakit deskripsi objek penelitian, statistika deskriptif, estimasi awal model regresi, deteksi penyimpangan asumsi klasik, estimasi final model regresi, *goodness of fit* model dan pembahasan.

BAB IV PENUTUP

Bagian ini berisi penjelasan terakit kesimpulan penelitian, implikasi teoritis dari hasil penelitian, implikasi kebijakan hasil penelitian, keterbatasan penelitian serta agenda penelitian mendatang.