BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Modal adalah sesuatu yang harus dipenuhi dalam menjalankan operasional sebuah perusahaan. Dalam menjalankan aktivitasnya perusahaan berupaya untuk memperoleh modal besar namun dengan biaya yang rendah. Perusahaan yang memiliki modal besar akan dapat menjalankan aktivitasnya dengan baik. Penggunaan modal ini semula berasal dari internal, namun seiring dengan bertambahnya luasan aktivitas operasional maka perusahaan memerlukan suntukan dana dari pihak ekstenal dalam bentuk hutang, saham biasa dan saham preferen.

Acaravci (2015) menyebutkan bahwa pertanyaan bagaimana struktur modal dapat optimal dan bagaimana faktor yang mempengaruhi struktur modal telah diperdebatkan dalam beberapa tahun di literatur keuangan perusahaan. Struktur modal dari perusahaan merupakan kombinasi dari ekuitas, hutang jangka panjang, dan hutang jangka pendek

Dalam perusahaan bersifat terbuka (terdaftar dalam suatu bursa) maka manajemen mempunyai tujuan utama untuk memaksimumkan kekayaan pemegang saham. Oleh sebab itu keputusan struktur modal sengatlah menarik untuk dibahas. Karena setiap keputusan struktur modal yang diambil dapat mempengaruhi stakeholder perusahaan tersebut. Kebijakan dalam struktur modal mengkaitkan perimbangan (*trade-off)* antara tingkat pengembalian serta resiko. Brigham dan Houston (2001) menyebutkan, menggunakan lebih banyak hutang

berarti memperluas beban risiko yang akan ditanggung pemilik saham. Penggunaan hutang dalam jumlah besar juga meningkatkan tingkat pengembalian. Adanya risiko tinggi ini akan menurunkan harga saham namun di sisi lain tingkat pengembalian yang tinggi akan kembali menaikkan harga saham. Nadeem dan Zongjun (2011) menyebutkan kesalahan dalam proses penerbitan saham akan mengakibatkan perusahaan kesulitan keuangan atau bahkan menyebabkan kebangkrutan. Oleh karena itu struktur modal yang optimal harus berada pada ekuilibrium antara risiko dengan haraapan atas besarnya pengembalian.

Struktu modal optimal apabila dapat memaksimalkan harga saham di suatu perusahaan. Berdasarkan asumsi Modigliani-Miller (MM) mengatakan harga saham dimaksimumkan apabila perusahaan menggunakan hutang sebesar 100%. Tetapi hal tersebut berlaku jika keadaan perusahaan sesuai dengan asumsi MM. Pada keadaan sebenarnya pengunaan hutang yang besar akan meningkatkan risiko kebangkrutan yang akan dihadapi perusahaan karena besarnya *leverage* operasi. Penggunaan hutang juga akan memberi keuntungan tersendiri bagi perusahaan, karena bunga hutang dapat dikurangkan pada pajak. Jika perusahaan menerbitkan saham kembali, maka hal ini akan memberikan pertanda negatif bagi pemegang saham yang akan membuat harga saham jatuh. Vidal dan Ugedo (2005) menyatakan "...*company preference for internal funds over exsternal funds; in the case of external funds, a company prefers debt first, then hybrid instruments like convertible bond, and finnaly equity issues."* Yang berarti perusahaan akan cenderung memilih sumber dana nternal daripada dari eksternal dimana pada

sumber dana eksternal perusahaan akan memilih hutang terlebih dahulu, kemudian instrumen campuran seperti obligasi konvertibel, dan pada akhirnya akan menerbitkan saham baru.

Dalam struktur modal terdapat berbagai macam teori, antara lain, teori *pecking order,* teori *irrelevance,* teori *static trade-off,* dan teori *signalling.* Dalam penulisan ini akan dititkberatkan pada *pecking order* teori. Frank dan Goyal (2003) menyatakan " *The pecking order theory of capital structure is among the most influential theories of corporate leverage.*" *Pecking order theory* dari struktur modal merupakan teori yang paling berpengaruh dalam *leverage* perusahaan. Selain itu juga Shyam-Sunder dan Myers (1994) mengklaim bahwa *pecking order theory* lebih unggul penjelasannya dalam perilaku perusahaan dibandingkan teori *trade off* teori *Pecking order* dikemukakan oleh Myers (1984) yang mengungkapkan bahwa perusahaan akan mendanai aktivitasnya dengan laba ditahan terlebih dahulu, apabila dana intenal tidak mencukupi maka perusahaan akan menggunakan pendanaan eksternal berupa saham dan hutang sebagai sumber terakhir.

Opsi pertama untuk sumber pendanaan eksternal yang akan dipilih perusahaan adalah yang memiliki risiko paling aman seperti sekuritas, hutang dengan risiko rendah, kemudian memilik hutang berisiko dan terakhir saham biasa.

Keputusan struktur modal adalah keputusan penting karena menyangkut *leverage* keuangan perusahaan, dimana menurut Brigham dan Houston (2001) *leverage* keuangan adalah ukuran sejauh mana sekuritas berpenghasilan tetap

(hutang dan saham preferen) digunakan pada struktur modal perusahaan. Jika keputusan struktur modal yang diambil perusahaan kurang optimal atau tidak tepat, maka nilai suatu perusahaan yang terlihat dalam harga saham akan kurang maksimal atau tidak sesuai dengan harapan pemilik saham. Mehmet and Eda (2008) "*When they form a capital structure only with external resources or without any external resources, the firms cannot achieve value maximization.*" Ketika sebuah perusahaan merancang struktur modalnya dengan hanya sumber dana eksternal atau tanpa dana eksternal, perusahaan tersebut tidak akan mendapatkan nilai perusahaan yang maksimal. Dalam mencapai stuktur modal yang optimal seorang manajer perlu memperhatikan faktor yang terkait struktur modal. Struktur modal yang optimal diharapkan nantinya akan meningkatkan kesejahteraan pemilik saham.

Berikut ini akan disampaikan data empiris rata-rata variabel yang pada penelitian ini terhadap struktur modal. Variabel antara laun DER, *tangibility, growth, size, profitability,* dan *liquidity*. Data diambil dari perusahaan kelompok manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2013-2016 yang bersumber dari data sekunder yaitu ICMD tahun 2016. Perusahaan manufaktur dipilih karena memiliki populasi paling banyak dalam daftar perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Tabel 1.1
Fenomena *Gap* variabel DER, *Tangibility, Growth, Size, Profitability, Liquidity* Pada Perusahaan Manufaktur Tahun 2013-2016

Tahun	Variabel					
	DER (X)	Tangibility (X)	Growth (X)	Size (Log Sales)	Profitability (X)	Liquidity (%)
2013	1.31	0.39	1.97	6.54	0.10	185.28
2014	1.16	0.39	2.00	6.57	0.08	185.19
2015	1.11	0.43	1.43	6.58	0.07	175.49
2016	1.01	0.41	1.58	6.49	0.08	205.49

Sumber : ICMD 2017 diolah

Untuk variabel DER menunjukkan tren yang turun selama tahun 2013-2016. Pada tahun 2013 DER menunjukkan angka sebesar 1.31 dan mengalami penurunan menjadi 1.16. hal ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur rata – rata di tahun 2014 mengurangi jumlah hutang mereka dibanding dengan ekuitas atau modal yang dimiliki. Hal ini bias menunjukkan bahwa mereka mengalihkan hutang mereka menjadi sumber pendanaan lain atau mengurangi jumlah hutang karena beberapa hal. Kemudian di tahun 2016 DER mengalami penurunan kembali menjadi 1.01 atau menjadi titik terendah selama rentang waktu tahun 2013 - 2016. Namun jika dibandingkan *profitability* tahun 2013 dengan tahun 2016, mengalami tren penurunan dari 0.10 menjadi 0.08. hal ini menunjukkan hal yang berlawanan dimana pada saat hutang turun di asumsikan bahwa perusahaan menggunakan dana internal untuk kebutuhan pendanaan mereka yang bersumber dari keuntungan. Namun tingkat keuntungan perusahaan menurun di tahun 2016.

Tangibility atau aset berwujud menunjukkan angka yang sama di tahun 2013 dan 2014 yaitu sebesar 0.39. aset berwujud yang seringkali dijadikan jaminan oleh perusahaan untuk mendapatkan pinjaman adalah berupa aset tanah bangunan atau aset lainnya yang dianggap bisa dijadikan jaminan. Pada tahun 2013 sampai 2014 terdapat ketidak konsistenan dimana variabel *tangibility* tetap yaitu di angka 0.39 namun DER turun menjadi 1.16. Pada tahun 2015 *tangibility* mengalami kenaikan dari 0.39 menjadi 0.43, namun hal ini tidak diikuti oleh variabel *growth* yang justru turun menjadi 1.43 dari 2.00. Dengan meningkatnya

pertumbuhan perusahaan, maka pada umumnya asset perusahaan akan bertambah untuk mengikuti laju pertumbuhan yang di alami perusahaan.

Perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan atau *growth* yang lebih tinggi mempunyai kesempatan untuk menghasilkan laba lebih tinggi pula, oleh sebab itu perusahaan dengan *growth* yang tinggi akan condong untuk memakai laba sebagai sumber pendanaan untuk meningkatkan produktivitas atau investasi. Oleh karena itu perusahaan dengan *growth* yang tinggi akan memiliki hutang yang lebih sedikit dibanding perusahaan yang memiliki *growth* rendah. Dalam tabel 1.1 variabel DER dari tahun 2013-2016 memiliki tren yang turun naik, sedangkan variabel *growth* memiliki tren yang menurun. Di tahun 2013 ke tahun 2014 variabel DER mengalami penurunan dan variabel *growth* terdapat kenaikan. Dari tahun 2014 ke tahun 2015 variabel DER mengalami penurunan dan variabel *growth* mengalami penurunan juga. Hal ini merupakan fenomena *gap* dimana seharusnya pada saat variabel *growth* mengalami penurunan, variabel DER akan sebaliknya yaitu mengalami kenaikan. Dengan bertumbuhnya perusahaan maka perusahaan akan membutuhkan lebih banyak dana untuk kebutuhan mereka.

Fenomena *gap* selanjutnya adalah variabel *size* yang pada tahun 2013-2016 mengalami kenaikan dari 6.54 menjadi 6.58, sedangkan variabel DER memiliki tren yang turun naik. Perusahaan besar akan cenderung mempunyai kesanggupan meminjam dalam jumlah lebih dibanding perusahaan dengan ukuran kecil, oleh sebab itu perusahaan akan menggunakan hutang atau pinjaman yang lebih banyak.

Laba atau *profitability* perusahaan mempunyai beberapa opsi, yaitu membagikan laba tersebut kepada pemegang saham dan atau menginvestasikannya kembali untuk meningkatkan kembali laba perusahaan di masa mendatang. Jika opsi kedua yang dipilih atau menginvestasikan kembali laba, maka perusahaan akan meminimalkan hutang karena sumber dana internal dipilih untuk pendanaan perusahaan. Variabel *profitability* tahun 2013-2016 mengalami tren penurunan dari 0.10 menjadi 0.08, hal ini tidak sejalan dengan variabel DER yang terdapat penurunan dari 1.31 menjadi 1.01

Variabel *liquidity* dari tahun 2013-2016 mengalami tren yang naik yaitu dari 185.28 menjadi 205.49, menunjukkan bahwa rata-rata likuiditas yang ada pada perusahaan untuk membayar kewajiban mereka mengalami kenaikan, seharusnya hal ini diikuti oleh kenaikan variabel DER, namun pada tabel 1.1 menunjukkan variabel DER yang memiliki tren turun di tahun 2013-2014

Weston dan Brigham (1990) mengatakan umumnya faktor yang berpengaruh terhadap keputusan dalam struktur modal beberapa diantaranya adalah penjualan yang stabil, komponen aktiva, *leverage* operasi, profitabilitas, tingkat pertumbuhan, pajak, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan perusahaan penilai kredibilitas, fleksibilitas keuangan, kondisi internal perusahaan, dan kondisi pasar. Sedangkan Singh dan Kumar (2006) menyebutkan beberapa faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal, antara lain *growth opportunities, intangible assets and tangible assets, size of the firm, non debt tax shields, maturity, industry type, risk of the earnings,* dan *profitability*. Diantara faktor-faktor tersebut yang berpengaruh positif adalah *intangible assets and*

tangible assets, dan *industry type*. Djakman dan Halomoan (2001) menyebutkan variabel sebagai berikut, *capital expenditure*, *dividend payment*, *current investment*, dan *operating cash flow*. Huang dan Song (2006) meyebutkan empat faktor yang berpengaruh positif adalah *tangibility*, *tax*, *size*, dan *managerial equity ownership*.

Tabel 1.2

Ringkasan *Research Gap* dari Penelitian Terdahulu

Hubungan Antar Variabel	Peneliti	Hasil
Pengaruh *tangibility* terhadap DER	- Javid dan Imad (2012); Wafa dan Hedi (2018)	- (+) Positif
	- Acaravci (2015); Sheikh dan Wang (2011)	- (-) Negatif
Pengaruh *growth* terhadap DER	- Nha, et al (2016); Acaravci (2015); Moyo, et al (2013)	- (+) Positif
	- Alipour, et al (2015); Javid dan Imad (2012); Wafa dan Hedi (2018)	- (-) Negatif
Pengaruh *size* terhadap DER	- Nha, et al (2016); Javid dan Imad (2012); Sheikh dan Wang (2011); Wafa dan Hedi (2018)	- (+) Positif
	- Alipour, et al (2015); Acaravci (2015); Mehmet dan Eda (2008)	- (-) Negatif
Pengaruh *profitability* terhadap DER	- Vusani, et al (2013); Wafa dan Hedi (2018)	- (+) Positif
	- Nha, et al (2016); Acaravci (2015); Javid dan Imad (2012); Sheikh dan Wang (2011);	- (-) Negatif
Pengaruh *liquidity* terhadap DER	Danjuma, et al (2015)	- (+) Positif
	- Nha, et al (2016); Alipour, et al (2015); Sheikh dan Wang (2011); Wafa dan Hedi (2018)	- (-) Negatif

Berdasarkan tabel 1.2 diperoleh bahwa terdapat *research gap* atau perbedaan hasil-hasil penelitian terdahulu, khususnya pada variabel yang akan digunakan pada penelitian ini. Dapat disimpulkan bahwa penelitian terdahulu belum konsisten dalam menjelaskan pengaruh variabel-variabel perusahaan terhadap stuktur modal (DER).

1.2 Perumusan Masalah

Dalam tabel 1.1 terlihat fenomena gap yaitu penurunan variabel *profitability* secara berturut-turut dari tahun 2013 sampai tahun 2015 atau selama 3 tahun. Penurunan variabel *profitability* ini diikuti oleh penurunan variabel DER kurun waktu 3 tahun dari tahun 2013 sampai tahun 2015 menjadi 1.11 dari 1.31. Pada umumnya apabila laba perusahaan meningkat maka perusahaan akan lebih menggunakan dana internal yang bersumber dari laba untuk kebutuhan pendanaan mereka. Jika laba meningkat maka proporsi hutang atau DER akan menurun dan sebaliknya. Dari tabel 1.1 juga dapat dilihat fenomena *gap* yang terjadi pada perusahaan yang berjenis manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013 – 2016, yaitu mengenai pengaruh variabel-variabel yang meliputi *tangibility, growth, size, profitability,* dan *liquidity* terhadap struktur modal (DER).

Peneliti yang menguji *pecking order theory* untuk pertama kalinya adalah Shyam – Sunder dan Myers pada tahun 1999, hasil penelitian mereka menyebutkan bahwa *pecking order* lebih baik atau lebih unggul penjelasannya dalam perilaku pendanaan perusahaan. Di sisi lain, penelitian yang mengatakan sebaliknya adalah berasal dari Frank dan Goyal tahun 2003 dan Fama dan French tahun 2005 menyatakan bahwa *pecking order* lemah dalam menjelaskan kondisi perilaku pendanaan perusahaan. *Pecking order theory* menggunakan struktur hirarki pada penggunaan dana, jika perusahaan membutuhkan dana maka akan digunakan dana internal terlebih dahulu ketimbang dana eksternal. Wafa dan Hedi

(2018) menyatakan dalam struktur modal adalah bagaimana cara mengoptimalkan penggunaan antara hutang dan ekuitas.

Berdasarkan hal tersebut diatas, terdapat suatu permasalahan yang akan diteliti lebih lanjut kembali mengenai bagaimana pengaruh variabel *tangibility, growth, size, profitability,* dan *liquidity* terhadap struktur modal (DER), pada perusahaan–perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2013 – 2016.

Research question yang diangkat dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Apakah pengaruh *tangibility* terhadap struktur modal (DER)
2. Apakah pengaruh *growth* terhadap struktur modal (DER)
3. Apakah pengaruh *size* terhadap struktur modal (DER)
4. Apakah pengaruh *profitability* terhadap struktur modal (DER)
5. Apakah pengaruh *liquidity* terhadap struktur modal (DER)

1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah di atas, maka tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Menganalisis pengaruh *tangibility of assets* terhadap struktur modal
2. Menganalisis pengaruh *growth opportunity* terhadap struktur modal
3. Menganalisis pengaruh *size* terhadap struktur modal
4. Menganalisis pengaruh *profitability* terhadap struktur modal
5. Menganalisis pengaruh *liquidity* terhadap struktur modal

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian tentang determinan struktur modal dalam perspektif *pecking order theory* dalam perusahaan manufaktur dapat diharapkan bermanfaat bagi manjemen perusahaan, calon investor dan investor, serta bagi peneliti dan akademisi.

1. Bagi manajemen perusahaan

   Penelitian ini ditujukan untuk digunakan oleh manajemen perusahaan dan sebagai acuan memutuskan dan mencapai struktur modal yang mengoptimalkan nilai perusahaan.

2. Bagi investor dan calon investor

   Penelitian ini sebagai bahan pertimbangan investor atau calon investor dalam pengambilan keputusan tentang kepilikan saham mereka, apakah akan tetap dipegang, dijual atau membeli saham baru.

3. Bagi peneliti dan akademisi

   Penelitian ini sebagai masukan untuk kajian ke depannya, dan memberikan manfaat atau kontribusi bagi perkembangan ilmu pengetahuan, khususnya manajemen keuangan dan pasar modal, serta mengundang pemikiran-pemikiran yang lebih luas dari kalangan akademisi untuk menyempurnakan atau melengkapi penelitian ini, khususnya penelitian mengenai struktur modal.