

BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Saat ini, persaingan yang semakin tinggi dan global, menuntut semua perusahaan untuk terus melakukan efisiensi pada kegiatan operasinya dan terus mengembangkan kegiatan usahanya. Dalam melakukan ekspansi/ perluasan usaha, maka perusahaan dihadapkan pada masalah aktivitas pendanaan sebagai rangka memenuhi kebutuhan dana dari rencana kegiatan investasi mereka. Sumber-sumber pendanaan di Indonesia saat ini semakin dinamis dan perusahaan semakin leluasa dalam memutuskan sumber dana mana yang paling tepat digunakan, sehingga dari sisi perusahaan akan semakin mudah menemukan sumber dana yang potensial untuk membiayai rencana investasi mereka. Oleh karena itu seorang manajer keuangan dalam suatu perusahaan, harus dapat memutuskan sumber dana yang digunakan dalam rangka melakukan aktivitas pendanaan terhadap kebutuhan investasi. Proporsi penggunaan sumber dana yang berasal dari utang dan ekuitas dalam perusahaan disebut dengan struktur modal (Brigham dan Houston,1998:4)

Dari sisi sumber dana ekuitas di pasar modal, sumber dana dari penerbitan saham kepada publik dalam satu dekade terakhir di Indonesia mengalami peningkatan yang semakin berarti. Keadaan ini ditandai dengan meningkatnya emiten yang *listing* di Bursa Efek Indonesia selama satu dekade terakhir serta

BAB I- PENDAHULUAN

indeks saham gabungan IHSG di Bursa Efek Indonesia yang pada Desember 2007 mencapai rekor tertinggi selama sejarah pasar modal Indonesia, dimana IHSG saat itu mencapai level 2745,83, meskipun pada pertengahan tahun 2008 ini, indeks IHSG anjlok ke kisaran level 2100-an akibat kenaikan harga BBM dan inflasi, serta menurunnya harga saham-saham perusahaan komoditas. Terlepas dari keadaan pasar modal yang *bullish* maupun *bearish*, minat perusahaan untuk menyerap dana dari pasar modal masih cukup tinggi.

Semakin terbukanya akses terhadap sumber dana bagi perusahaan, selain menciptakan kemudahan juga menciptakan konsekuensi dan dampak finansial yang berbeda pula. Oleh karena itu seorang manajer keuangan dalam mengambil keputusan pendanaan harus mempertimbangkan secara cermat manfaat maupun biaya dari sumber dana yang akan dipilih.

Masalah aktivitas pendanaan pada kenyatannya juga tidak terlepas dari keadaan ekonomi global dan domestik yang akhir-akhir ini semakin berfluktuasi dan cenderung menurun. Pada bulan juli 2008, harga minyak mentah dunia menembus hingga ke level \$140/barel, hampir naik tujuh kali lipat dibandingkan pada tahun 2000, dimana harga minyak dunia hanya \$27/barel. Kenaikan harga minyak dunia dipicu oleh adanya ketidakseimbangan antara permintaan dan penawaran. Pada kuartal ketiga 2007, total suplai minyak dunia diperkirakan mencapai 85,57 juta barel per hari (bph), dengan kontribusi produksi minyak mentah negara anggota OPEC sebesar 30,48 juta bph atau sekitar 36%. Selain itu, laju konsumsi di China dan India yang terus meroket dan melemahnya dolar AS ikut memicu kenaikan harga (Kuncoro, 2007).

BAB I- PENDAHULUAN

Indonesia sebagai salah satu negara penghasil minyak mentah dunia seharusnya dapat memetik keuntungan dari meningkatnya harga minyak dunia, akan tetapi APBN Indonesia justru terbebani semakin berat. Yang menjadi permasalahan adalah produksi minyak Indonesia hanya mencapai 838.000-895.000 bph selama periode 2006-2007. Padahal pada tahun 2001, produksi minyak mencapai 1,2 juta barel per hari. Produksi minyak Indonesia yang terus mengalami tren menurun ini tidak diimbangi dengan penurunan konsumsi BBM dalam negeri. Konsumsi BBM dalam negeri terus mengalami kenaikan dari tahun ke tahun sehingga menyebabkan ketidakseimbangan antara permintaan dan penawaran akan BBM. Sehingga pemerintah terpaksa mengimpor sebagian kekurangan akan pasokan BBM dari negara-negara penghasil OPEC, akibatnya pada akhir Mei 2008, pemerintah secara resmi menaikkan harga bahan bakar minyak (BBM) sebesar 28,7 persen dengan alasan untuk mengamankan APBN 2008, dari defisit yang semakin besar akibat beban subsidi yang harus ditanggung negara.

Kenaikan harga BBM pada akhir Mei 2008, secara cepat meningkatkan tingkat inflasi tahunan (*year on year*) pada bulan Juli 2008 hingga mencapai 11,03 persen (BPS). Tingkat harga komoditas yang tinggi akibat kenaikan harga BBM ditambah ancaman krisis pangan global menyebabkan tingginya angka inflasi di Indonesia. Inflasi yang tinggi dapat menyebabkan menurunnya daya beli masyarakat. Kenaikan tingkat inflasi juga telah memicu Bank Indonesia untuk menaikkan tingkat suku bunga acuan, *BI Rate* bulan Agustus 2008 menjadi 9,5% guna meredam laju inflasi yang semakin tinggi. Naiknya *BI Rate* ini juga

BAB I- PENDAHULUAN

menyebabkan meningkatnya tingkat bunga kredit pinjaman, yang pada akhirnya akan menyebabkan sektor riil terkena dampaknya sehingga dapat menyebabkan peningkatan biaya produksi akibat tingginya biaya produksi dan beban bunga kredit. Naiknya biaya produksi dan beban bunga serta melemahnya daya beli masyarakat akan meningkatkan risiko perusahaan terhadap ancaman kebangkrutan. Oleh karena itu, perusahaan dalam keadaan seperti sekarang ini harus semakin bijak dalam menentukan keputusan pendanaan yang akan dilakukan terutama dalam penggunaan utang.

Pada dasarnya secara teoritis (teori MM dengan efek pajak), penggunaan utang dapat menyebabkan nilai suatu perusahaan meningkat, walaupun pada kenyataannya pengaruh utang terhadap harga saham sulit untuk diukur. Penggunaan utang memiliki keuntungan dan kelemahan. Keuntungan dari penggunaan utang adalah bunga yang dibayarkan dapat mengurangi pajak yang dibayarkan dan dengan demikian menurunkan biaya efektif dari utang. Di sisi lain, penggunaan utang juga memiliki kelemahan. Pertama, penggunaan utang yang semakin tinggi akan menyebabkan kenaikan risiko perusahaan, kenaikan risiko yang tinggi akan menyebabkan pihak *debtholder*/kreditur juga menetapkan suku bunga yang tinggi pada pinjamannya kepada perusahaan. Kedua, pada keadaan ekonomi yang menurun seperti sekarang ini, kemungkinan perusahaan mengalami kesulitan keuangan menjadi semakin besar dan apabila ternyata laba operasinya tidak mampu menutup beban bunga, maka pemegang sahamlah yang harus menutup kekurangannya, dan perusahaan dapat bangkrut jika tidak mampu membayarnya (Brigham dan Houston, 1998: 4). Dengan demikian jika terlalu

BAB I- PENDAHULUAN

banyak memiliki utang, maka perusahaan akan sulit untuk berkembang dan dapat membuat pemegang saham untuk berpikir dua kali untuk tetap menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut (Brigham dan Houston, 1998: 4).

Penggunaan sumber ekuitas yang tinggi juga dapat menyebabkan kontrol yang berlebihan dari para pemegang saham terhadap pihak manajemen (Paramu, 2007). Situasi yang pada tingkat tertentu tidak disukai oleh pihak manajemen. Tarik menarik akan konsekuensi pendanaan seperti ini terkadang menjadi permasalahan dalam memutuskan penggunaan sumber dana yang akan digunakan, meskipun sebetulnya perusahaan semakin leluasa dalam menentukan sumber dana yang akan digunakan.

Kebijakan struktur modal pada dasarnya melibatkan perimbangan (*trade – off*) antara risiko yang ditanggung oleh pemegang saham dan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham. Di satu sisi penggunaan sumber dana seperti utang atau penerbitan obligasi untuk memenuhi kebutuhan dana, dapat meningkatkan risiko yang ditanggung oleh pemegang saham, namun di sisi lain, penggunaan lebih banyak utang juga akan memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pemegang saham. Risiko yang tinggi akan cenderung menurunkan harga saham, tetapi juga dapat meningkatkan tingkat pengembalian yang diharapkan sehingga akan menaikkan harga saham (Brigham dan Houston, 1999: 5). Oleh karena itu perusahaan harus dapat menemukan proporsi utang dan ekuitas yang tepat yang dapat memaksimumkan harga saham. Struktur modal yang optimal harus berada pada keseimbangan antara risiko dan pengembalian yang dapat memaksimumkan harga saham. Dikarenakan usaha

BAB I- PENDAHULUAN

untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan kekayaan investor merupakan tujuan utama suatu perusahaan, maka sudah seharusnya pihak manajemen, dalam hal ini manajer keuangan untuk memutuskan bauran sumber – sumber dana yang efisien, yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Yang menjadi permasalahan adalah apakah tingkat pengembalian yang diharapkan, dalam kaitannya dengan penggunaan utang cukup untuk mengkompensasi kenaikan risiko yang harus dihadapi pemegang saham, dan seberapa besar proporsi utang dan ekuitas yang optimal.

Dilihat secara matematis, maka untuk menentukan struktur modal yang optimal adalah dengan menghitung pengaruh berbagai penggunaan tingkat hutang terhadap harga saham dan biaya modal (Brigham dan Houston, 1998: 28). Secara matematis, struktur modal yang optimal adalah proporsi utang dan ekuitas yang menyebabkan biaya modal perusahaan/WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) berada pada tingkat minimal. Dimana WACC yang minimum akan memaksimalkan harga saham. Namun menurut Brigham dan Houston (1998: 27), dalam analisis ini terdapat sejumlah kesulitan praktis, diantaranya suatu manajer perusahaan mungkin dapat bersikap lebih konservatif dalam melakukan pendanaan terkait tanggung jawab perusahaan pada kegiatan usaha yang bersifat memberikan pelayanan vital kepada publik seperti listrik atau telepon sehingga mereka akan membatasi penggunaan utang yang dapat membahayakan kelangsungan hidup perusahaan dalam jangka panjang, meskipun tindakan ini akan bertentangan dengan usaha memaksimalkan harga saham. Sehingga dalam praktiknya menentukan struktur modal memerlukan banyak faktor yang bersifat

BAB I- PENDAHULUAN

judgemental yang perlu dipertimbangkan oleh perusahaan, dan terlebih di dalam realitas ekonomi yang sangat berfluktuasi seperti yang telah dibahas diatas, maka penentuan struktur modal oleh perusahaan membutuhkan lebih dari sekedar perhitungan matematis saja.

Dalam usaha para akademisi untuk menjelaskan bagaimana perusahaan seharusnya melakukan pendanaan, maka muncullah teori-teori struktur modal. Teori mengenai struktur modal modern bermula pada tahun 1958, dimana Professor Franco Modigliani dan Professor Merton Miller mempublikasikan teori struktur modal pada serangkaian asumsi-asumsi yang dipandang tidak realistis. Teori ini dikenal dengan teori MM tanpa efek pajak, dimana kesimpulan dari teori ini adalah bahwa struktur modal tidak relevan terhadap nilai perusahaan. Namun pada tahun-tahun berikutnya teori-teori mereka mulai diperbaiki dengan melakukan perbaikan pada kondisi yang lebih realistis (*Teori MM dengan efek pajak*).

Teori struktur modal pada perkembangannya terus mengalami perbaikan-perbaikan sebagai usaha untuk dapat lebih menjelaskan secara teoritis dan realistis mengenai penentuan struktur modal yang dilakukan oleh perusahaan. Teori-teori selanjutnya adalah teori *Trade-Off* yang dikemukakan oleh Stiglitz (1969), Haugen dan Papas (1971), dan Rubenstein, dimana teori ini didasarkan pada teori *MM dengan efek pajak* ditambah dengan faktor *agency Cost dan Financial Distress* yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan. Teori-teori struktur modal lainnya lebih mengarah kepada teori yang bersifat psikologis yang berusaha menjelaskan bagaimana sikap manajemen (*Management behaviour*)

BAB I- PENDAHULUAN

terhadap keputusan penentuan struktur modal. Teori-teori tersebut antara lain *agency approach theory*, dan teori *Pecking Order* yang dikembangkan oleh Donald Donaldson (1961) yang merupakan teori berdasarkan penelitian dengan mengamati perilaku struktur modal perusahaan-perusahaan Amerika. Teori *Pecking Order* tidak membahas bagaimana menemukan struktur modal yang optimal, namun hanya menjelaskan urutan-urutan pendanaan (Hanafi, 2004). Dikarenakan teori *Pecking Order* kurang menjelaskan secara teoritis mengapa urutan-urutan itu terjadi, maka Myers dan Majluf (1977), memberikan justifikasi teoritis, teori ini dikenal dengan teori *Asimetri Informasi*. Teori struktur modal lainnya yang cukup luas dikenal adalah teori *signaling*.

Penelitian-penelitian empiris yang secara khusus dilakukan menguji kebenaran teori-teori struktur modal maupun faktor-faktor yang dianggap akan mempengaruhi struktur modal, telah banyak dilakukan oleh banyak kaum akademisi di dunia. Penelitian empiris terhadap teori struktur modal di Indonesia salah satunya dilakukan oleh Adrianto dan Wibowo (2007), dimana mereka melakukan pengujian mengenai kebenaran *Pecking Order Theory*. Hasil penelitian mereka menyimpulkan bahwa *Pecking Order Theory* belum dapat dibuktikan pada seluruh kondisi perusahaan. Penentuan teori struktur modal mana yang sesuai, sangat bergantung pada kondisi perusahaan tersebut (Adrianto dan Wibowo, 2007). Myers (2001) dalam (Adrianto dan Wibowo, 2007) juga mengemukakan pendapat bahwa tidak ada satu teori universal yang berkaitan dengan penentuan struktur modal perusahaan. Dengan demikian kesimpulannya adalah tidak ada satupun teori struktur modal yang mampu menggambarkan

secara luas dan konsisten bagaimana seharusnya perusahaan melakukan pendanaan atau membentuk struktur modalnya.

Penelitian ini lebih dimaksudkan untuk menemukan bukti empiris dari faktor-faktor yang dianggap mempengaruhi struktur modal perusahaan, meski demikian faktor-faktor tersebut merupakan *proxy* dari teori-teori struktur modal yang sudah ada seperti *pecking order theory* dan *trade-off theory*. Variabel-variabel yang sering diteliti diantaranya adalah tingkat pertumbuhan (*growth*), struktur aktiva (*tangibility assets*), profitabilitas (*profitability*), risiko bisnis (*business risk*), dan ukuran perusahaan (*firm Size*).

Beberapa penelitian awal terkait faktor-faktor diatas sudah dilakukan oleh Bowen et al. (1982), Bradley et al. (1984), Long dan Malitz (1985), Titman dan Wessels (1988), Friend dan Hasbrouch (1988), Mackie-Mason (1990), Rajan dan Zingales (1995), yang hampir semuanya mengukur perilaku keputusan pendanaan dengan menggunakan *leverage*, dan faktor-faktor dalam teori struktur modal seperti, *assets tangibility*, *firm size*, *growth*, *profitability*, *earning volatility*, *flexibility*, dan lain-lain.

Beberapa penelitian serupa yang dilakukan di Indonesia juga menggunakan variabel-variabel yang hampir serupa, seperti yang dilakukan oleh Christianti (2006), dimana penelitiannya menyimpulkan bahwa atribut *assets tangibility*, *growth*, *profitability* mempunyai pengaruh terhadap *leverage* perusahaan dalam penentuan keputusan pendanaan untuk perusahaan manufaktur di Bursa Efek Jakarta pada periode 2000-2003, sementara menurut penelitian yang dilakukan Susetyo (2006), risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur

BAB I- PENDAHULUAN

modal perusahaan. Lebih lanjut pula, penelitian yang dilakukan Paramu (2006) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat penggunaan hutang (*leverage*) perusahaan yang *Go Public* di Indonesia. Oleh karena itu penelitian ini, merupakan penelitian yang menguji kembali faktor-faktor yang dianggap sebagai determinan terhadap keputusan struktur modal perusahaan.

Sektor pertambangan menjadi objek penelitian ini, dikarenakan dewasa ini sektor pertambangan menjadi sektor primadona di kalangan investor. Fenomena ini tidak mengherankan, sebab perusahaan-perusahaan pertambangan Indonesia dianggap memiliki keunggulan kompetitif untuk memanfaatkan peluang pertumbuhan yang relatif tinggi. Oleh karenanya menarik untuk dikaji bagaimana perusahaan-perusahaan pertambangan melakukan kebijakan pendanaan, serta faktor apa yang mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan.

Perusahaan-perusahaan pertambangan Indonesia memiliki keunggulan kompetitif di pasar global, sebab Indonesia masuk kedalam jajaran produsen terbesar dunia untuk beberapa komoditas tambang. Indonesia juga dinilai sebagai negara yang memiliki sumber daya alam yang sangat menjanjikan. Posisi Indonesia dalam hal potensi sumber daya komoditas tambang, mengalahkan Peru, Australia, Mexico, dan Afrika Selatan (Asteria, 2008).

Sektor pertambangan dinilai memiliki potensi pertumbuhan yang tinggi dikarenakan melonjaknya permintaan akan komoditas tambang seperti nikel dan timah dengan tajam, akibat tingkat pertumbuhan ekonomi yang tinggi di kawasan asia terutama China dan India, selain itu dari sektor energi, peningkatan

BAB I- PENDAHULUAN

kebutuhan energi dunia seperti minyak bumi, gas alam, dan batu bara, telah menyebabkan jumlah permintaan yang tinggi pula di dunia.

Selain pertumbuhan yang tinggi, perusahaan pertambangan juga memiliki tingkat risiko yang tinggi pula. Risiko yang dihadapi perusahaan pertambangan adalah risiko fluktuasi harga komoditas barang tambang di pasar komoditas dunia, serta risiko dalam kegiatan eksplorasi yang dilakukan oleh perusahaan pertambangan (Qomariyah, 2008).

Adanya peluang tingkat pertumbuhannya relatif tinggi serta dapat memberikan *return* yang sangat tinggi, menyebabkan harga saham-saham perusahaan pertambangan naik cukup signifikan beberapa tahun terakhir. Pergerakan saham-saham sektor pertambangan memberikan kontribusi yang cukup besar bagi perubahan posisi IHSG. Sektor pertambangan dan perkebunan memiliki total kapitalisasi pasar hampir 25 persen dari total kapitalisasi pasar seluruh saham di BEI. Sebanyak 75 persen lagi tersebar di delapan sektor lain, seperti sektor keuangan, aneka industri, dan infrastruktur. Komposisi ini menunjukkan naik turunnya harga saham di sektor pertambangan dan perkebunan akan memberikan pengaruh sebesar 25 persen terhadap pergerakan IHSG (Marulitua, 2008).

Oleh karena keputusan pendanaan merupakan keputusan penting yang secara langsung akan menentukan kemampuan perusahaan untuk dapat bertahan hidup dan berkembang, serta menarik pula untuk diteliti mengenai kebijakan pendanaan perusahaan-perusahaan pertambangan yang listing di Bursa Efek Indonesia, maka dilakukanlah penelitian yang dituangkan ke dalam karya tulis

yang berjudul **“Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran Perusahaan, Tingkat Pertumbuhan, Profitabilitas, dan Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal : Studi Empiris Pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang *Listing* di Bursa Efek Indonesia Periode 2004-2007”**.

1.2 Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan diatas, maka permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah kebijakan struktur modal perusahaan pertambangan yang *Go Public* (2004-2007) dipengaruhi baik secara parsial maupun simultan oleh faktor-faktor seperti struktur aktiva, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, dan risiko bisnis?
2. Dari seluruh faktor-faktor penentu kebijakan struktur modal yang diteliti, faktor mana yang memberi pengaruh paling besar terhadap kebijakan pendanaan / struktur modal dari perusahaan pertambangan?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan masalah penelitian yang telah disebutkan di atas, maka tujuan dari diadakannya penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui apakah terjadi pengaruh parsial maupun simultan dari faktor-faktor seperti struktur aktiva, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, dan risiko bisnis terhadap kebijakan

leverage (struktur modal) pada perusahaan-perusahaan pertambangan yang *Go Public*.

2. Untuk mengetahui faktor/variabel mana yang memberikan pengaruh paling besar terhadap keputusan *leverage* perusahaan-perusahaan pertambangan yang *Go Public*.

1.4 Batasan Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan sebaik-baiknya, namun dikarenakan satu dan lain hal terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini, yaitu:

1. Keterbatasan dalam mengambil variabel dalam melakukan penelitian. Kebijakan struktur modal / pendanaan yang dilakukan perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh faktor-faktor yang diteliti saja, namun juga sangat dimungkinkan oleh beberapa faktor-faktor lain.
2. Keterbatasan dalam menggunakan sampel dari perusahaan-perusahaan *Go Public* yang berada pada industri pertambangan saja, ini terkait dengan latar belakang dan tujuan penelitian. Oleh karena itu, hasil penelitian ini tidak mencerminkan keseluruhan industri dalam melakukan kebijakan struktur modal / pendanaan.
3. Pengamatan penelitian hanya dilakukan selama empat tahun, dimulai dari periode 2004 hingga periode 2007.
4. Dalam penelitian ini setiap variabel dependen dan variabel independen, hanya akan diwakili oleh satu *proxy*.

5. Setiap hipotesis penelitian dikembangkan berdasarkan pada dua teori struktur modal, yaitu *pecking order theory* atau *trade-off theory*. Teori-teori lain hanya bersifat mendukung.

1.5 Manfaat Penelitian

Dengan dilakukannya penelitian ini, maka penulis berharap hasil penelitian ini akan memberikan manfaat dan sumbangsih kepada berbagai pihak diantaranya:

1. Bagi penulis

Bagi penulis, penelitian ini memberikan kesempatan untuk mencoba menggali dan menguji lebih dalam teori-teori yang telah diajarkan pada bangku kuliah, salah satunya dengan melakukan penelitian terhadap permasalahan riil yang terjadi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Sehingga dapat diketahui sejauh mana relevansi teori dengan realitas yang terjadi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Selain itu juga dengan mengadakan penelitian ini, penulis berharap dapat menajamkan analisis dan pola berpikir kritis terhadap berbagai permasalahan yang terjadi pada lingkungan sekitar.

2. Bagi perusahaan

Hasil dari penelitian empiris ini, diharapkan dapat memberikan sumbangsih terutama kepada perusahaan pertambangan di Indonesia, dalam mengambil keputusan terkait dengan kebijakan pendanaan secara lebih baik lagi.

3. Bagi kalangan akademisi dan peneliti selanjutnya

BAB I- PENDAHULUAN

Sebagai kaum akademisi, maka penulis berharap hasil penelitian ini selain dapat menambah sumbangsih bukti empiris relevansi teori dengan realitas yang terjadi, juga berharap hasil penelitian ini digunakan sebagai rekomendasi akan penelitian-penelitian yang serupa yang dilakukan di Indonesia di masa yang akan datang.

BAB I- PENDAHULUAN
