

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Krisis moneter yang melanda Indonesia menyebabkan laju pertumbuhan ekonomi mengalami penurunan yang signifikan. Kondisi tersebut menyebabkan banyak perusahaan tidak dapat bertahan. Situasi tersebut memberikan dampak bagi semua bidang usaha, sehingga manajemen perusahaan tersebut harus mampu membenahi dirinya disegala bidang agar dapat bertahan dalam persaingan yang semakin ketat.

Salah satu aktivitas keuangan yang menjadi permasalahan mendasar dari sebuah perusahaan adalah mengenai struktur modal (*capital structure*). Perusahaan yang sedang berkembang membutuhkan modal yang lebih besar untuk menutupi kebutuhan investasinya. Keputusan untuk memilih pendanaan perusahaan sering mendatangkan dilema bagi manajer keuangan. Seorang manajer keuangan dalam mengambil keputusan pendanaan tersebut harus mempertimbangkan sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih. Mereka harus melakukan pembenahan struktur modal karena sampai saat ini perusahaan yang mampu bertahan dalam persaingan ini adalah perusahaan yang memiliki struktur modal yang optimal. Dengan komposisi struktur modal yang optimal

maka perusahaan dapat bertahan dalam persaingan yang semakin ketat.

Teori struktur modal dalam manajemen keuangan diantaranya terdiri dari *Static Trade-Off*, *Pecking Order Theory* dan *Agency Theory*. Teori yang pertama adalah *trade off*. Dalam teori ini dikatakan bahwa dalam keadaan ada pajak, penggunaan hutang akan memberikan manfaat berupa pengurangan pajak bagi perusahaan.

Modigliani dan Miller berpendapat bahwa perusahaan perlu bekerja pada *target debt ratio* atau rasio hutang yang ditargetkan karena penggunaan hutang sebanyak-banyaknya ternyata tidak menghasilkan struktur modal yang optimal akibat ketidaksempurnaan pasar modal. Dengan rasio hutang yang ditargetkan akan dijumpai adanya struktur modal yang optimal yaitu memaksimalkan nilai perusahaan atau meminimumkan biaya modal.

Teori lain sehubungan dengan struktur modal adalah *Pecking Order Theory*. POT merupakan suatu model struktur pendanaan dalam manajemen keuangan dimana struktur pendanaan suatu perusahaan mengikuti suatu hirarki dimulai dari sumber dana termurah, dana internal, hingga saham sebagai sumber terakhir. Teori ini nampaknya sesuai dengan kenyataan empiris, tetapi teori tersebut awalnya kurang banyak dibicarakan dalam lingkungan akademis. Myers dan Majluf (1977) memberi justifikasi teoritis. Mereka membuat model asimetri informasi yang menjelaskan fenomena menarik yang sering dijumpai yaitu harga saham cenderung mengalami penurunan pada saat pengumuman penerbitan saham baru.

Adapun teori keagenan adalah teori yang menyatakan hubungan keagenan antara principal (pemilik/pemegang saham) dengan agen (manajemen) dapat memunculkan konflik mengingat keduanya berupaya untuk memaksimalkan utilitas masing-masing. Struktur modal kemudian disusun sedemikian rupa untuk mengurangi konflik kepentingan tersebut.

Menurut teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) dalam Wahidahwati (2002) dinyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham diantaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan 1). Aktivitas pencarian dana (*financing decision*) dan 2). Pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi biaya keagenan (*agency cost*) yaitu, pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen dan selain itu manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976).

Kedua, dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak aliran *free cash flow* dan manajemen terpaksa

mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley dan Hensen, 1989). Ketiga, meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antar pemegang saham dengan manajemen. Disamping itu hutang juga akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen (Jensen et al., 1992; Jensen, 1986).

Keempat, *institutional investor* sebagai *monitoring agents*. Moh'd et al. (1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu *institutional investor* dan *shareholders dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Adanya kepemilikan oleh investor institusional mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Sejauh ini penelitian mengenai struktur modal bertujuan untuk menentukan model atau teori struktur modal yang dapat menjelaskan perilaku keputusan pendanaan perusahaan. Walaupun secara teori faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal sulit untuk diukur, berbagai penelitian empiris yang bertujuan untuk mengidentifikasi faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan telah dilakukan, tetapi hasil penelitian penelitian tersebut belum bisa ...

tepat dapat mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan karena hasilnya tidak konsisten.

Hal yang sama juga ditemukan pada hasil penelitian empiris selanjutnya [Chen dan Jiang (2001); Booth et al. (2001); Medeiros dan Daher (2004); Tong dan Green (2004)] yang juga menggunakan *leverage* dan faktor-faktor penentu perilaku keputusan struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini pun masih belum konsisten sehingga belum bisa diambil kesimpulan mengenai faktor apa saja yang secara tepat dapat mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan.

Opler dan Titman (2000) secara eksplisit menyatakan bahwa keputusan pendanaan berubah sepanjang waktu. Artinya keputusan pendanaan berubah seiring dengan perubahan kondisi keuangan perusahaan. Dengan demikian, keputusan struktur modal dimasa lalu sangat berperan penting dalam menentukan keputusan struktur modal saat ini.

Pernyataan tersebut didukung oleh beberapa penelitian empiris seperti Masulis dan Korwar (1986); Asquith dan Mullins (1986); Kozajcyk, Lucas dan McDonald (1988) menemukan bahwa jika harga saham perusahaan terlalu tinggi maka perusahaan akan menurunkan harga saham dengan cara menerbitkan saham, sehingga pendanaan yang berasal dari hutang akan turun dengan adanya penambahan dana dari penerbitan saham.

Titman dan Wessels (1988) menemukan bahwa setelah perusahaan mendapatkan laba, perusahaan akan cenderung untuk meningkatkan

hutang sehingga penggunaan hutang dalam pendanaannya menjadi turun. Moh'd et al. (1998) menemukan bahwa struktur kepemilikan saham oleh pihak external (*institutional*) mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan *debt ratio*. Bathala et al. (1994) menunjukkan bahwa institutional investor mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan *debt ratio* dan *managerial ownership*.

Berdasarkan latar belakang tersebut, maka peneliti akan mengangkat dan membahas permasalahan tersebut dengan judul **“ANALISIS FAKTOR PENENTU STRUKTUR MODAL (Studi Empiris pada Emiten Syariah di Bursa Efek Jakarta Tahun 2001 – 2005)**. Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang dilakukan oleh Hendri dan Sutapa (2006). Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian tersebut bersumber dari teori-teori *trade off*, *pecking order* dan keagenan, dimana sebagian besar memberikan hasil yang konsisten dengan prediksi teori *trade off* dan *pecking order*.

Variabel-variabel tersebut adalah profitabilitas dan ukuran perusahaan. Dengan semakin tingginya tingkat keuntungan perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index (JII)*, maka semakin rendah tingkat hutang yang dimiliki perusahaan. Ukuran perusahaan yang besar yang ditunjukkan dengan nilai aktiva memberikan akses yang lebih besar bagi

Penelitian ini berbeda dari penelitian yang dilakukan oleh Hendri dan Sutapa. Perbedaan yang pertama adalah dengan menambahkan periode waktu yaitu dari tahun 2001-2005 dan perbedaan yang kedua adalah pada penelitian ini peneliti tidak menggunakan variabel kepemilikan pemerintah dan kepemilikan asing, dikarenakan data yang akan diolah tidak memenuhi kriteria penelitian, namun peneliti mengganti variabel tersebut dengan kepemilikan institusional.

B. Batasan Masalah

Peneliti hanya menganalisis pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan aktiva dan kepemilikan institusional terhadap struktur modal emiten syariah yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index* periode 2001-2005.

C. Rumusan Masalah

Rumusan masalah dalam penelitian ini adalah faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi struktur modal perusahaan-perusahaan yang termasuk emiten syariah di Bursa Efek Jakarta (BEJ) periode 2001-2005.

D. Tujuan Penelitian

Tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini adalah untuk melihat apakah perilaku pendanaan emiten syariah di Bursa Efek Jakarta dapat dijelaskan melalui model penjelas teori *trade off*, *pecking order* dan teori keagenan.

E. Manfaat Penelitian

1. Manfaat di bidang teoritis

- a. Menambah pemahaman mengenai faktor penentu struktur modal khususnya pada emiten syariah yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.
- b. Menjadi acuan atau tambahan referensi bagi penelitian selanjutnya yang berbasis pasar modal di Indonesia khususnya mengenai faktor-faktor apa saja yang dapat mempengaruhi keputusan pendanaan emiten syariah.

2. Manfaat di bidang praktik

Sebagai bahan pertimbangan bagi para investor yang hendak berinvestasi pada emiten syariah yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index* serta untuk menentukan model atau teori struktur modal bagi manajemen perusahaan, yang dapat menjelaskan perilaku keputusan pendanaan.