

I. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Teori struktur kapital (*capital structure*) dikembangkan pertama kali oleh Modigliani dan Miller (1958). Teori pemilihan *optimal capital structure* telah menjadi isu pembahasan panjang dan memiliki daya tarik tersendiri dalam beberapa penelitian dan literatur di bidang keuangan. Daya tarik dalam teori ini berdasarkan fakta bahwa kombinasi pendanaan (*leverage ratio*) yang optimal antara hutang (*debt*) dan modal sendiri (*equity*) akan mempengaruhi biaya (*cost*) dan ketersediaan modal, yang pada akhirnya akan mempengaruhi keputusan investasi.

Teori struktur kapital menjelaskan apakah terdapat pengaruh signifikan antara perubahan struktur kapital terhadap nilai perusahaan (*firm value*) jika keputusan investasi (*investment decision*) dan kebijakan dividen (*dividen policy*) dianggap konstan. Dengan kata lain seandainya perusahaan mengganti sebagian modal sendiri dengan hutang (atau sebaliknya) apakah harga saham akan berubah. Jika perubahan struktur kapital tersebut tidak merubah nilai perusahaan berarti tidak ada struktur kapital terbaik semuanya adalah baik. Namun sebaliknya jika perubahan struktur kapital akan menyebabkan perubahan nilai saham, maka akan diperoleh struktur kapital terbaik (*optimal capital structure*) yaitu struktur kapital yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

Perkembangan teori mengenai struktur kapital dimulai sejak tahun 1952 oleh Durand hingga kemudian beberapa teori yang sering digunakan dalam penelitian yaitu *Static Trade-off Theory* (STO), *Pecking Order Theory* (POT) dan *Free Cash Flow* (Myers, 2001). *Static trade-off* (STO) menyatakan bahwa target tingkat hutang (*leverage*) yang optimal mempertimbangkan biaya dan manfaat yang diterima dengan menggunakan hutang dalam keputusan investasi. Struktur kapital optimal dicapai dengan men-*trade off tax shield* dengan biaya *financial distress* dalam berbagai



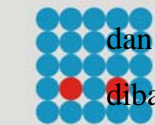
tingkatan hutang yang dilakukan. Teori ini dikeluarkan oleh Modigliani dan Miller (1958) yang dikenal dengan Preposisi I dan II.

Pecking order theory (POT) oleh Myers (1984), menyatakan bahwa penggunaan sumber pendanaan oleh perusahaan dilakukan dengan urutan pendanaan internal (laba ditahan) untuk kegiatan investasinya dan pendanaan eksternal jika sumber internal tidak mencukupi. Untuk pendanaan eksternal yang akan dipilih pertama kali adalah hutang kemudian saham jika masih belum mencukupi. Pemilihan ini juga dikaitkan dengan biaya atas sumber pendanaan dari mulai yang termurah hingga termahal. Selanjutnya *free cash flow* (Jensen, 1986) adalah arus kas berlebih yang dibutuhkan untuk membiayai seluruh kegiatan investasi dan mempunyai *net present value* (NPV) positif ketika di-*discounted* pada *cost of capital* yang relevan.

Banyak penelitian struktur kapital yang dilakukan di Indonesia mulai yang dilakukan oleh Djakman dan Halomoan (2001) dimana subjek yang diambil adalah Emiten BEI pada tahun 1994 dan 1995 serta penelitian yang dilakukan oleh Allen dan Bissold (1997). Kesimpulan yang diperoleh yaitu perusahaan di Indonesia menggunakan *Pecking Order Model* dalam perilaku pendanaan yang dilakukan.

Selanjutnya dilakukan pengujian yang sama oleh Hutagaol (2002) terhadap Emiten di BEI, mengikuti POT atau STO. Metodologi yang digunakan sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Adedeji. Kesimpulan yang diperoleh yaitu pengeluaran hutang yang dilakukan perusahaan tidak mempunyai hubungan "*one-to-one*" terhadap defisit perusahaan sesuai dengan prediksi *pecking order theory*.

Bevan dan Danbolt (2000) melakukan pengujian dengan menggunakan beberapa jenis rasio hutang sebagai variabel terikat yaitu rasio *Non-Equity Liabilities* terhadap *Total Assets*, rasio *Debt* terhadap *Total Assets*, rasio *Debt* terhadap *Capital* dan rasio *Adjusted Debt* terhadap *Adjusted Capital*. Seluruh rasio hutang tersebut dibagi lagi berdasarkan nilai buku dan nilai pasar. Variabel eksplanatori yang digunakan adalah *Market to Book Value* (MBV), *Logsales*, *Profitability* dan *Tangibility*. Variabel terikat ini kemudian didekomposisi menjadi beberapa variabel



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkannya dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

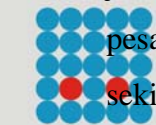


rasio hutang dimana *total liabilities* didekomposisi menjadi *total loan capital* dan *total current liabilities*.

Pengujian lainnya dilakukan oleh Santi (2002) dengan menggunakan data panel untuk menguji variabel-variabel (*tangibility*, *growth opportunity*, *size* dan *profitability*) yang mempengaruhi struktur kapital, dimana diperoleh kesimpulan bahwa variabel tersebut mempengaruhi pengambilan keputusan struktur kapital. Penggunaan data panel bertujuan untuk mengetahui pengaruh individu perusahaan dan waktu dalam penentuan struktur kapital perusahaan. Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Sitorus (2005) dengan 3 (tiga) variabel terikat yaitu (1) rasio hutang terhadap total asset, (2) rasio hutang jangka panjang terhadap total asset, dan (3) rasio hutang jangka pendek terhadap total asset, sedangkan variabel bebasnya 5 (lima) yaitu *tangibility*, *growth opportunity*, *size*, *profitability*, dan *risk* dimana kesimpulannya variabel *size* dan *profitability* yang memengaruhi secara signifikan. Survei yang dilakukan oleh Harris dan Raviv (1991) terhadap penelitian struktur kapital tahun 1982 – 1990 dinyatakan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi struktur kapital adalah *volatility*, *banckrupcy probability*, *fixed assets*, *non-debt tax shields*, *advertising and R & D expenditures*, *profitability*, *growth opportunities*, *size*, *Free cash flow*, dan *uniqueness*.

Perusahaan perkebunan dipilih sebagai subyek dari penelitian ini karena dalam perekonomian Indonesia, keberadaan perusahaan perkebunan diperlukan dalam proses pembangunan Indonesia. BUMN Perkebunan mempunyai peranan yang signifikan dengan menyediakan tenaga kerja langsung yang terserap sekitar 334.123 orang pada tahun 2007. Pada tahun 2007 luas areal kebun sawit mencapai 7 juta ha, hal ini menunjukkan investasi pada kebun sawit mengalami peningkatan yang pesat. Investasi kebun sawit memerlukan dana yang besar dan membutuhkan waktu sekitar 4 tahun untuk menghasilkan tandan buah segar (TBS).

Pada tahun 2008 menurut Direktorat Jenderal Perkebunan (2009) devisa yang dihasilkan sub sektor perkebunan yang merupakan bagian integral dari sektor pertanian adalah sebesar US\$ 22,8 milyar. Komoditi kelapa sawit merupakan salah



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



satu andalan komoditi pertanian Indonesia yang pertumbuhannya sangat cepat dan mempunyai peran strategis dalam perekonomian nasional. Salah satu hasil olahan kelapa sawit adalah minyak sawit mentah atau Crude Palm Oil (CPO).

Potensi CPO Indonesia sangat besar dan mengalami peningkatan setiap tahunnya. Bahkan saat ini Indonesia telah menjadi produsen minyak sawit terbesar di dunia, melebihi Malaysia. Pada tahun 2006, luas lahan sawit Indonesia mencapai 6,1 juta ha dengan total produksi CPO sekitar 16 juta ton. Pada tahun 2007 terjadi peningkatan luas lahan menjadi 6,78 juta ha dengan produksi CPO mencapai 17,37 juta ton.

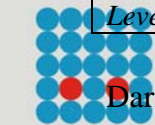
Sementara itu, pada tahun 2007 ekspor CPO mencapai 5,13 juta ton atau sebesar 30,54% dari total produksi, sementara sisanya sekitar 11,37 juta ton atau 69,46% diolah di dalam negeri. Produk CPO sebanyak 4,50 juta ton diolah untuk kebutuhan konsumsi minyak goreng sawit dalam negeri dan sebesar 6,87 juta ton diekspor dalam bentuk produk olahan CPO. Pemanfaatan CPO untuk produk olahan diantaranya yaitu oleh industri pangan (minyak goreng, margarin, shortening, *cocoa butter substitutes*, *vegetable ghee*) dan industri non pangan seperti oleokimia (*fatty acid*, *fatty alcohol*, *gliserin*) dan biodiesel.

Semenjak harga CPO dan produk perkebunan lainnya dikaitkan dengan harga minyak bumi, maka investasi pada perusahaan perkebunan terus mengalami peningkatan. Investasi pada perusahaan perkebunan membutuhkan dana yang besar baik untuk tanaman (biological assets) maupun untuk aset non tanaman. Oleh karena itu manajemen perusahaan perkebunan dituntut untuk melakukan keputusan pendanaan yang ditunjukkan dalam struktur kapital.

Myers (1984) di dalam teori *pecking order* menyatakan bahwa permasalahan utama keputusan struktur kapital perusahaan adalah informasi yang tidak simetris (*asymmetric information*) di antara manajer dan investor mengenai kondisi internal perusahaan, serta argumentasi bahwa manajer berpihak kepada pemegang saham lama. Kedua permasalahan tersebut menyebabkan perusahaan memiliki hierarki pendanaan yang dimulai dari arus kas internal, hutang, kemudian saham. Versi



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



strong dari teori ini menyatakan bahwa saham tidak akan pernah diterbitkan karena memiliki permasalahan asimetri informasi yang paling tinggi. Shyam-Sunder dan Myers (1999) menguji teori ini dengan menganalisis hubungan antara defisit pendanaan internal dengan perubahan tingkat hutang perusahaan dan menemukan bahwa kedua variabel tersebut memiliki hubungan satu-satu, yang menunjukkan bahwa defisit pendanaan internal akan selalu dibiayai melalui hutang, dan saham bukan merupakan alternatif pendanaan eksternal yang akan dipilih perusahaan.

Tabel 1. Data keuangan seluruh PTPN dengan PT Astra Agro Lestari

Uraian	Astra Agro Lestari (0,3 juta ha)			PTPN (1,4 juta ha)		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Penjualan bersih	3,758.0	5,961.0	8,161.2	21,331.4	27,886.3	33,215.3
Haba Kotor	1,480.2	3,187.2	3,803.4	5,258.8	8,116.1	9,651.2
Haba Operasi	1,198.6	2,906.0	3,377.3	2,490.2	4,627.0	5,469.7
Haba Bersih	787.3	1,973.4	2,631.0	1,007.9	2,474.3	2,945.4
Total Aset	3,497.0	5,353.0	6,519.8	24,040.7	29,175.2	34,787.3
Total Kewajiban	748.4	1,292.4	1,363.5	16,094.3	19,182.8	22,630.2
Total Ekuitas	2,748.6	4,060.6	5,156.2	7,810.7	9,976.7	12,144.6
<i>Operating Income Margin</i>	31.9%	48.8%	41.4%	11.7%	16.6%	16.5%
<i>Net Profit Margin</i>	20.9%	33.1%	32.2%	4.7%	8.9%	8.9%
ROA	22.5%	36.9%	40.4%	4.2%	8.5%	8.5%
ROE	28.6%	48.6%	51.0%	12.9%	24.8%	24.3%
<i>Leverage</i>	21.4%	24.1%	20.9%	66.9%	65.8%	65.1%

Dari data di atas menunjukkan perbedaan yang sangat kontras bahwa struktur kapital perusahaan swasta lebih rendah dibandingkan dengan struktur kapital perusahaan

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



BUMN. Selanjutnya nilai ROA, ROE, dan NPM sangat jauh di bawah PT. Astra Agro Lestari.

Oleh karena itu, penelitian struktur kapital pada perusahaan perkebunan penting dilakukan untuk menentukan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur kapital dan kinerja keuangan perusahaan.

1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang menunjukkan bahwa hasil studi literatur dan empiris yang dilakukan menguji struktur kapital. Beberapa pertanyaan riset terkait dengan penelitian adalah sebagai berikut.

1. Bagaimana keputusan kebijakan struktur kapital yang dipilih oleh manajemen pada perusahaan perkebunan di Indonesia.

2. Faktor-faktor apa yang mempengaruhi struktur kapital perusahaan perkebunan di Indonesia.

3. Faktor-faktor apa yang mempengaruhi kinerja perusahaan perkebunan di Indonesia.

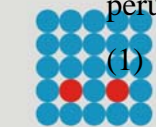
4. Apakah terdapat perbedaan keputusan kebijakan hutang, struktur kapital, kinerja keuangan antara perusahaan perkebunan *listed* dengan *unlisted*, dan perusahaan perkebunan sawit dengan nonsawit.

1.3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini secara umum bertujuan untuk melakukan analisis struktur kapital dan faktor-faktor yang mempengaruhi serta pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan perkebunan. Tujuan penelitian ini secara rinci adalah:

(1) Menganalisis keputusan kebijakan struktur kapital yang dipilih oleh manajemen pada perusahaan perkebunan di Indonesia.

(2) Menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur kapital perusahaan perkebunan di Indonesia.





- (3) Menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja perusahaan perkebunan di Indonesia.
- (4) Menganalisis apakah terdapat perbedaan keputusan kebijakan hutang, struktur kapital, kinerja keuangan antara perusahaan perkebunan *listed* dengan *unlisted*, dan perusahaan perkebunan sawit dengan nonsawit.

1.4. Kebaruan Penelitian

Penulisan disertasi selayaknya menghasilkan suatu kebaruan dalam beberapa hal, seperti metode, variabel pengukuran, ataupun model yang dihasilkan dan lain-lain, meskipun hal tersebut cukup sulit untuk diangkat. Dalam penelusuran terhadap disertasi yang pernah dibuat, penelitian ini merupakan pertama kali tentang struktur kapital perusahaan perkebunan di Indonesia baik yang *listed* maupun *unlisted* serta produk sawit dan non sawit.

Manfaat Kegunaan Penelitian

Manfaat dari penelitian dapat diperinci menjadi manfaat operasional, manfaat untuk ilmu pengetahuan, manfaat untuk praktisi dan manfaat bagi peneliti lain.

1.5.1. Manfaat bagi Penentu Kebijakan

Hasil penelitian diharapkan sebagai bahan masukan bagi pelaku usaha perkebunan, Kementerian Negara BUMN dalam merancang struktur modal di BUMN Perkebunan. Manfaat lainnya adalah mendorong Pemerintah sebagai pemegang utama kepemilikan BUMN Perkebunan dan Bapepam sebagai pengawas perusahaan perkebunan yang sudah *listing* di Bursa Efek Indonesia untuk merumuskan pengaturan *financing* perusahaan perkebunan di Indonesia.



1.5.2. Manfaat Ilmu Pengetahuan

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan data dasar (*benchmark data*) bagi penelitian lebih lanjut dalam bidangnya sebagai sumbangan bagi pengembangan ilmu pengetahuan, teknologi dan seni (IPTEKS) mengenai struktur kapital perusahaan perkebunan Swasta dan BUMN di Indonesia.

1.5.3. Manfaat Bagi Praktisi

Diharapkan hasil penelitian ini dapat memberikan gambaran umum struktur kapital perusahaan perkebunan di Indonesia. Informasi ini diharapkan berguna kepada pelaku bisnis perkebunan eksekutif guna meningkatkan kinerja perusahaan.

1.5.4. Manfaat bagi Peneliti Lain.

Dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi yang berguna bagi para peneliti lainnya yang ingin mengetahui lebih mendalam mengenai pengujian berbagai teori dalam struktur kapital perusahaan perkebunan di Indonesia dengan faktor-faktor yang mempengaruhinya serta dapat melakukan penelitian lebih lanjut dengan cara menambah variabel lainnya yang tidak dibahas dalam penelitian ini.

1.6. Ruang Lingkup

Ruang lingkup penelitian ini pada dasarnya meliputi analisis faktor-faktor yang mempengaruhi struktur kapital dan bagaimana pengaruh struktur kapital terhadap kinerja keuangan perusahaan perkebunan Swasta dan BUMN. Oleh karena itu cakupan studi ini dibatasi sebagai berikut:

- (1). Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur kapital perusahaan perkebunan di Indonesia mencakup (a) kategori kriteria yang meliputi variabel-variabel





tangibility, growth opportunity, ln sales, profitability, risk; status, dan product, (b) kategori struktur kapital yaitu rasio hutang terhadap total aset, rasio hutang jangka panjang terhadap total aset, dan rasio hutang jangka pendek terhadap total aset dan (c) kategori kinerja keuangan adalah *net profit margin* dan *return on asset*.

- (2) Dalam penelitian ini tidak memperhitungkan perbedaan luas areal masing-masing perusahaan perkebunan dan asumsi faktor-faktor lain yang tidak dimasukan dalam variabel penelitian tidak berbeda (*cateris paribus*).
- (3) *Sampling frame* menggunakan unit populasi semua laporan keuangan PTPN 1 sampai dengan PTPN 14 dan PT. RNI serta semua laporan keuangan perusahaan perkebunan yang sudah tercatat di BEI. Seluruh populasi dijadikan sampel (*Total Sampling*)

Metode analisis data panel menggunakan *Ordinary Least Square (OLS), Pooled Least Square (PLS), Fixed Effect Model (FEM), Random Effect Model (REM), Generalized Least Square (GLS)* karena variabel-variabel yang diindikasikan mempengaruhi struktur kapital merupakan variabel bebas dan selanjutnya struktur kapital bersama-sama dengan variabel dimaksud mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan.

- (5) Penelitian ini menggunakan variabel status kepemilikan *un-listed* dan *listed*, status kepemilikan *un-listed* menggunakan perusahaan perkebunan BUMN sehingga tidak memasukkan perusahaan perkebunan swasta yang belum *go public*. Hasil penelitian mungkin akan lain jika memasukkan perusahaan perkebunan swasta yang belum *go public*.
- (6) Penelitian ini menggunakan variabel keunikan produk non-sawit dan sawit, namun perusahaan perkebunan sawit sebenarnya komoditas yang dikelolanya tidak hanya kelapa sawit tetapi karet, tebu, kopi dan kakao. Sedangkan keunikan produk non-sawit adalah perusahaan perkebunan yang tidak memiliki komoditas sawit. Hasil penelitian mungkin akan lain jika secara tegas

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

© Hak cipta milik IPB, tahun 2010



Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis
Institut Pertanian Bogor

MB-IPB

memisahkan laporan keuangan produk sawit dari setiap perusahaan perkebunan di Indonesia.

- (7) Penelitian ini membatasi pada penggunaan data keuangan selama 7 tahun dari tahun 2002 – 2008 sehingga kemungkinan terlalu pendek dan kurang dapat menangkap perilaku kebijakan defisit pendanaan secara utuh. Periode pengujian yang lebih panjang kemungkinan dapat memberikan hasil yang berbeda.
- (8) Penelitian ini membatasi definisi kinerja keuangan menggunakan variabel *net profit margin* dan ROA, dengan menggunakan variabel yang lain kemungkinan hasil penelitian akan berbeda.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.

2. Dilarang mengumumkannya dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

© *Hak cipta milik IPB, tahun 2010*



MB-IPB
Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis
Institut Pertanian Bogor

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

Untuk Selengkapnya Tersedia di Perpustakaan MB-IPB