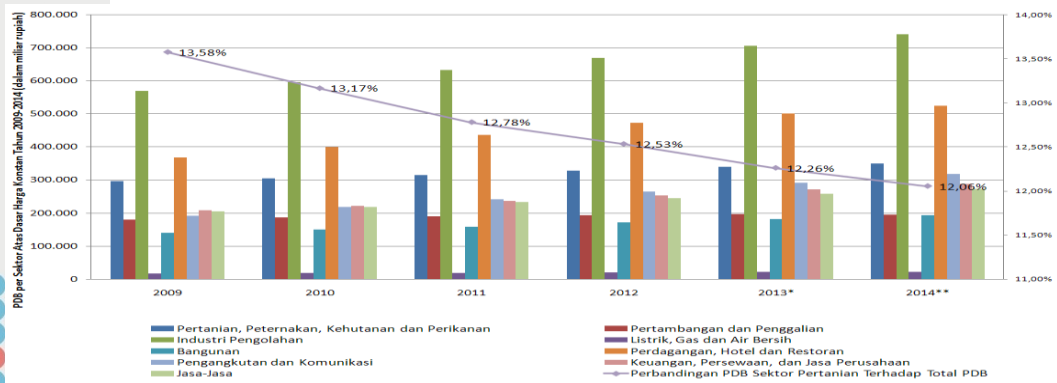


PENDAHULUAN

Latar Belakang

Keputusan pendanaan menjadi faktor yang menentukan kemampuan perusahaan dalam melaksanakan aktivitas operasional dan juga berpengaruh pada besarnya risiko perusahaan. Pada dasarnya, perusahaan di berbagai belahan dunia menghadapi persoalan dalam memutuskan bagaimana mendanai proyek dan kegiatan perusahaan dalam rangka meningkatkan kekayaan dan pertumbuhan perusahaan. Kondisi ini mengharuskan perusahaan untuk memiliki berbagai alternatif sumber pembiayaan, baik yang berasal dari internal (*internal financing*) maupun eksternal (*external financing*). Masing-masing sumber pendanaan memiliki kelebihan maupun kekurangan, sehingga penentuan struktur modal yang optimal menjadi hal yang harus diperhatikan oleh pelaku usaha.

Sektor pertanian merupakan salah satu sektor yang memiliki posisi strategis dalam upaya pembangunan nasional. Potensi sumberdaya alam yang berlimpah dan beragam menjadi pendorong tingginya peran sektor pertanian terhadap pertumbuhan ekonomi nasional. Sektor pertanian memiliki peran strategis sebagai sumber penghasilan bagi sebagian besar penduduk Indonesia, dimana hampir setengah dari angkatan kerja di Indonesia bekerja pada sektor ini. Sektor pertanian juga merupakan sumber penghasil bahan makanan pokok, dimana ketahanan pangan merupakan syarat utama bagi tercapainya ketahanan ekonomi dan politik. Sektor pertanian juga memiliki posisi penting sebagai penyumbang produk domestik bruto (PDB) serta sebagai penyumbang devisa negara (Solahuddin 2009). Sektor pertanian juga terbukti memiliki daya tahan yang cukup tinggi dalam menghadapi guncangan krisis ekonomi dibandingkan dengan sektor lain. Kinerja sektor pertanian pasca krisis ekonomi telah membuktikan bahwa sektor pertanian merupakan *leading* sektor dan penggerak perekonomian nasional (Solahuddin 2008).



Sumber: Badan Pusat Statistik (2015)

Gambar 1 PDB riil Indonesia atas dasar harga konstan berbagai sektor dan kontribusi sektor pertanian terhadap PDB Indonesia tahun 2009-2014

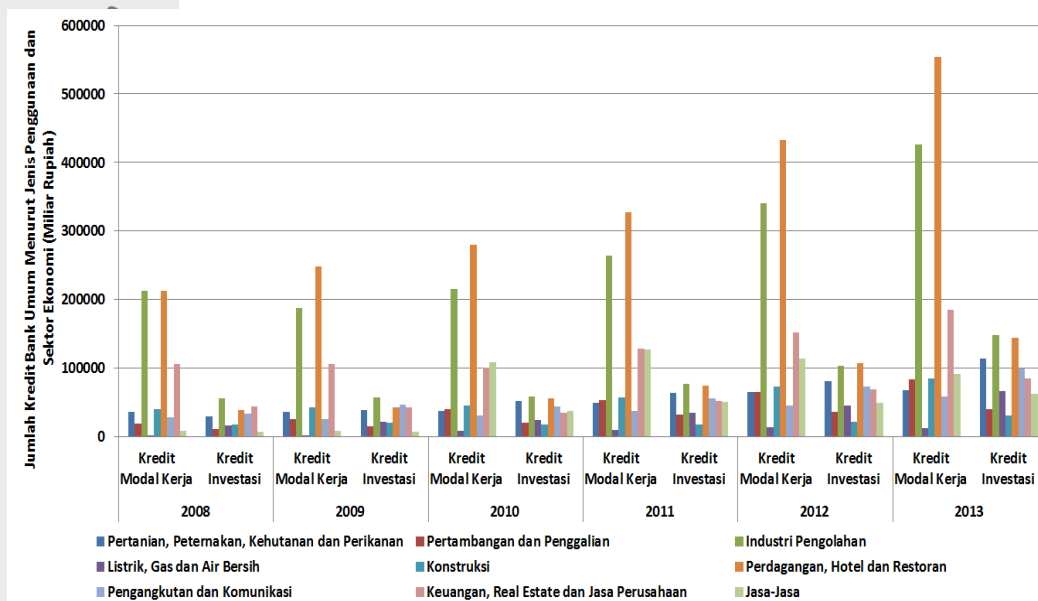
Kontribusi sektor pertanian terhadap produk domestik bruto (PDB) Indonesia jika dibandingkan dengan sektor lainnya relatif tinggi. PDB sektor pertanian selama

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 menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

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 mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

tahun 2009 sampai dengan tahun 2014 menempati urutan ketiga setelah sektor industri pengolahan dan sektor perdagangan, hotel dan restoran (Gambar 1). Berdasarkan data Badan Pusat Statistik (2015), nominal PDB sektor pertanian menurut harga konstan cenderung mengalami peningkatan. Namun demikian, peningkatan PDB sektor pertanian dari tahun ke tahunnya ternyata tidak diimbangi dengan peningkatan kontribusinya terhadap PDB nasional. Kontribusi PDB dari sektor pertanian justru cenderung mengalami penurunan. Pada tahun 2009, sektor pertanian berkontribusi sebesar 13.58% terhadap PDB Indonesia, nilai ini semakin menurun pada tahun 2014, dimana kontribusi sektor pertanian terhadap PDB Indonesia hanya sebesar 12.06%.

Besarnya kontribusi sektor pertanian menjadikan industri di sektor ini cukup menjanjikan, namun demikian, risiko ketidakpastian menjadikan industri pertanian mengalami kesulitan dalam memperoleh sumber pendanaan berupa akses kredit dari pihak lembaga keuangan. Pembiayaan pada perusahaan di sektor pertanian masih dinilai mengandung risiko yang relatif tinggi, antara lain fluktuasi harga yang cukup tinggi, sifat produk yang tidak tahan lama (mudah rusak), serta faktor *force majeure* seperti hama, penyakit, bencana alam yang mengakibatkan gagal panen (Batubara 2004). Kondisi ini menjadikan lembaga keuangan, khususnya perbankan sulit untuk mengukur risiko bisnis sektor pertanian, sehingga enggan untuk menyalurkan kreditnya.



Sumber: Bank Indonesia (2014)

Gambar 2 Jumlah kredit yang disalurkan oleh bank umum (rupiah dan valuta asing) menurut jenis penggunaan dan sektor ekonomi (dalam miliar rupiah) tahun 2008-2013

Berdasarkan data penyaluran kredit bank umum menurut jenis penggunaan dan sektor ekonomi yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia (Gambar 2), didapatkan bahwa jumlah penyaluran kredit dari bank umum untuk lapangan usaha pertanian masih relatif rendah, dengan rata-rata jumlah penyaluran kredit sebesar 7,54% per tahun dari jumlah kredit usaha yang disalurkan selama tahun 2008-2013 (Bank Indonesia 2014). Meskipun data dari Bank Indonesia (2014) menunjukkan bahwa



dari tahun 2008 hingga 2012 jumlah kredit yang disalurkan oleh bank umum, baik kredit modal kerja maupun kredit investasi untuk sektor usaha pertanian menunjukkan tren yang positif, namun pada tahun 2013 pertumbuhan kredit usaha sektor pertanian mengalami penurunan dari tahun sebelumnya.

Berdasarkan penelitian Kuncoro dan Yulianita (2012), relatif rendahnya tingkat penyaluran kredit bank umum pada sektor pertanian ternyata didukung oleh rendahnya *leverage ratio* sektor pertanian. Hasil penelitian Kuncoro dan Yulianita (2012) menunjukkan bahwa *leverage ratio* sektor pertanian di Indonesia pada periode tahun 2001-2009 cenderung semakin rendah. Rendahnya *leverage ratio* pada sektor pertanian mengindikasikan bahwa penggunaan dana eksternal untuk membiayai operasional maupun ekspansi perusahaan pada sektor ini relatif rendah. *Leverage ratio* sektor pertanian yang relatif rendah salah satunya diperkirakan karena rendahnya tingkat kepercayaan dari perbankan kepada industri yang bergerak di sektor pertanian.

Secara umum, berdasarkan Tabel 1 terlihat bahwa pengeluaran modal perusahaan sehubungan dengan pengadaan aset atau aktiva tetap, lebih banyak dibiayai dari laba ditahan (*retained earning*) dan juga utang. Jumlah modal disetor pada sektor pertanian pada tahun 2013 cenderung tidak mengalami perubahan dibandingkan tahun sebelumnya, hal ini dapat diindikasikan bahwa emiten di sektor pertanian tidak melakukan penerbitan saham baru. Sementara itu, secara umum emiten pada sektor pertanian pada tahun 2013 cenderung mengalami peningkatan jumlah utang jangka panjang, hal ini dapat diartikan bahwa emiten di sektor pertanian cenderung lebih memilih sumber pendanaan dari utang dibandingkan dari penerbitan saham.

Tabel 1 *Capital expenditure* beserta sumber pembiayaan pada sepuluh perusahaan di sektor pertanian dengan aset terbesar tahun 2013 (dalam jutaan rupiah)

Nama Emiten	<i>Capital Expenditure</i>	Perubahan Long Term Debt	<i>Retained Earning</i>	Defisit Pendanaan Internal	Modal (t)	Perubahan Modal
AALI	3,201,604	482,197	9,023,626	1,427,599	870,976	-
GZCO	198,531	(21,008)	677,309	207,442	638,939	(44,515)
LSIP	1,192,715	76,860	4,879,977	267,631	1,712,598	-
SGRO	527,922	388,899	1,607,715	552,701	1,059,231	-
SMAR	2,353,443	768,560	3,916,485	1,628,863	2,331,315	-
TBLA	1,001,118	166,175	904,532	1,375,573	880,696	-
UNSP	(269,577)	(1,279,182)	(1,677,811)	2,767,238	6,933,355	-
CPRO	448,675	2,313,888	(1,898,695)	2,674,799	2,942,937	(1,201,058)
BISI	42,649	4,893	1,081,907	57,261	393,695	-
BTEK	332,535	116,150	(42,098)	176,589	116,602	-

Sumber: Laporan Keuangan Tahun 2013 (diolah)

Dalam literatur mengenai struktur modal, setidaknya terdapat dua teori penting, yaitu: *trade-off theory* dan *pecking order theory* (Darminto dan Manurung 2008). *Trade-off theory* memprediksi bahwa dalam mencari hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan, terdapat suatu tingkat *leverage (debt ratio)* yang optimal. Hal ini mengharuskan perusahaan berupaya untuk menyesuaikan tingkat *leverage* ke arah yang optimal. Tingkat *leverage* perusahaan senantiasa



bergerak dari waktu ke waktu menuju suatu target yang ingin dicapai perusahaan. Namun, target *leverage* tidak dapat diamati (*unobservable*) dalam praktik di perusahaan. Pengamatan hanya dapat dilakukan pada arah dan kecepatan dari proses penyesuaian tersebut. Sedangkan *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan melakukan keputusan pendanaan secara hirarki, dimana sumber pendanaan internal lebih didahulukan daripada sumber pendanaan eksternal. Pendanaan diutamakan dimulai dari sumber dana dengan biaya termurah, yakni dari laba ditahan, utang, sampai pada penerbitan ekuitas baru (Frank dan Goyal 2007). *Pecking order theory* menganut keputusan pendanaan dengan urutan preferensi logis investor terhadap prospek perusahaan dan konsistensi pada tujuan dalam rangka memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (Yuliati 2011).

Penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan dapat mencegah pengeluaran perusahaan yang tidak penting dan memberikan dorongan bagi manajemen untuk mengoperasikan perusahaan agar lebih efisien. Peningkatan utang juga akan menurunkan *excess cash flow* pada perusahaan sehingga akan menurunkan kemungkinan pemborosan oleh manajemen. Hal ini mengurangi keinginan manajemen untuk menggunakan *free cash flow* untuk membiayai kegiatan-kegiatan yang tidak optimal karena perusahaan memiliki konsekuensi penyelesaian utang berupa pokok dan bunga. Namun demikian, penggunaan utang juga akan meningkatkan risiko perusahaan, dimana jika perusahaan tidak mampu melunasi utang, maka likuiditas perusahaan dan posisi manajemen akan terancam (Wahidawati 2002).

Perusahaan yang menggunakan urutan pendanaan sesuai dengan *pecking order theory* dianggap sebagai sinyal dari manajemen bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik, demikian sebaliknya, jika perusahaan tidak menggunakan urutan pendanaan sesuai dengan *pecking order theory*, maka perusahaan memiliki prospek yang tidak baik. Kondisi ini menunjukkan adanya *asymmetric information*, dimana pihak manajemen perusahaan lebih banyak mengetahui tentang kondisi perusahaan dibandingkan dengan investor di pasar modal. Investor luar yang ingin mengetahui prospek perusahaan dalam hal ini cenderung hanya dapat menebak melalui perilaku kebijakan pendanaan yang dibuat oleh manajer perusahaan.

Utang merupakan instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Hal ini menyebabkan pemilik perusahaan cenderung menciptakan utang pada tingkat tertentu untuk meningkatkan nilai perusahaan (Rustandi dan Jimmi 2008). Brigham (1995) menyatakan bahwa besarnya utang yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kegiatannya merupakan suatu kebijakan perusahaan yang berhubungan dengan struktur modal. Kebijakan tersebut tidak terlepas dari upaya perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik dan pemegang saham yang dicerminkan melalui harga saham. Hal ini didukung oleh penelitian Hamidy (2014) yang menyatakan bahwa struktur modal mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Menurut Rao (1995), pihak manajemen menggunakan tingkat utang pada jumlah yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan, pernyataan ini diperkuat dengan hasil penelitian Koslowsky (2009) yang menyatakan bahwa utang mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan dalam konteks *book-to-market equity effect*.

Penggunaan tingkat utang yang semakin besar dalam struktur modal perusahaan menyebabkan biaya bunga yang semakin besar, sehingga keuntungan

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 mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



per lembar saham yang menjadi hak pemegang saham juga semakin besar dikarenakan adanya penghematan pembayaran pajak penghasilan badan. Namun demikian, pada tingkatan tertentu penggunaan tingkat utang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan. Nilai perusahaan direpresentasikan melalui harga pasar saham. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan pemilik perusahaan karena nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan tingkat kemakmuran pemegang saham yang juga tinggi.

Menurut Hermuningsih (2013), kebijakan struktur modal dipengaruhi oleh berbagai faktor, baik dari dalam maupun dari luar perusahaan. Faktor fundamental atau faktor-faktor dari dalam perusahaan yang meliputi profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, struktur aktiva dan likuiditas menjadi faktor penting yang perlu diperhatikan oleh manajemen dalam menetapkan kebijakan struktur modal perusahaan. Hal ini dikarenakan faktor-faktor fundamental dapat dikendalikan oleh manajemen.

Penelitian ini difokuskan pada analisis untuk membuktikan *pecking order theory* terhadap perusahaan di sektor pertanian yang telah tercatat di BEI. *Pecking order theory* dipilih dengan asumsi bahwa teori ini didasarkan pada urutan sumber pendanaan dari sumber internal berupa laba ditahan, baru kemudian sumber pendanaan eksternal dengan urutan utang kemudian penerbitan ekuitas baru. Pemilihan *pecking order theory* dalam penelitian ini juga didasarkan atas argumentasi bahwa manajer bertindak disiplin dalam memaksimalkan kemakmuran pemilik dan pemegang saham serta adanya *asymmetric information* sebagai komplemen dari *pecking order theory* (Shyam-Sunder dan Myers 1999). Dalam penelitian ini juga dilakukan analisis pengaruh karakteristik perusahaan terhadap struktur modal perusahaan, untuk memberikan masukan khususnya kepada manajer dalam merumuskan kebijakan struktur modal berdasarkan faktor fundamental yang dapat dikendalikan oleh perusahaan.

Perumusan Masalah

Permasalahan mendasar yang dihadapi oleh perusahaan saat ini adalah mengenai keputusan untuk menetapkan struktur modal (*capital structure*). Dalam rangka memenuhi kebutuhan dananya, perusahaan harus mencari alternatif pendanaan yang efisien, dimana efisiensi pendanaan akan terjadi apabila perusahaan memiliki struktur modal yang optimal. Harjito dan Martono (2005) menyatakan bahwa struktur modal yang optimal terjadi apabila struktur modal yang ditetapkan dapat meminimumkan biaya penggunaan modal secara keseluruhan atau biaya modal rata-rata.

Struktur modal perusahaan dapat dilihat melalui besarnya komposisi utang jangka panjang, utang jangka pendek, saham preferen, dan saham biasa yang akan digunakan untuk mendanai kegiatan operasional perusahaan. Dalam kondisi persaingan usaha yang semakin ketat, setiap perusahaan harus memiliki keputusan pendanaan yang tepat, yakni melalui penentuan struktur modal yang optimal, yang mampu meminimalkan biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan seperti disampaikan oleh Arviansyah (2013).

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.



Pecking order theory adalah salah satu teori struktur modal yang menyatakan bahwa penentuan struktur modal yang optimal didasarkan pada keputusan pendanaan secara hirarki berdasarkan biaya modal yang paling murah yang bersumber pada dana internal, baru kemudian menggunakan sumber dana eksternal (utang dan saham). Lebih lanjut, *pecking order theory* berasumsi bahwa keputusan pendanaan perusahaan didasarkan atas preferensi logis investor terhadap prospek perusahaan, dimana pihak manajemen akan konsisten pada tujuan perusahaan untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham.

Struktur modal perusahaan merupakan masalah penting bagi setiap perusahaan. Hal ini dikarenakan kebijakan struktur modal perusahaan akan berpengaruh secara langsung terhadap posisi finansial perusahaan. Mengingat keputusan pendanaan secara langsung berperan sangat penting dalam menentukan kemampuan perusahaan untuk berkembang dan bertahan dalam persaingan, hal ini mendorong peneliti untuk mengkaji lebih dalam tentang faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi struktur modal pada sektor pertanian yang tercatat pada BEI. Permasalahan yang ingin dianalisis dan dijawab dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah perusahaan sektor pertanian yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menggunakan *pecking order theory* dalam menentukan kebijakan struktur modal?
2. Bagaimanakah pengaruh karakteristik perusahaan terhadap struktur modal perusahaan sektor pertanian?

Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan permasalahan sebagaimana diuraikan di atas, penelitian ini bertujuan untuk:

1. Membuktikan penerapan konsep *pecking order theory* dalam menentukan kebijakan struktur modal perusahaan sektor pertanian yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Menganalisis pengaruh karakteristik perusahaan terhadap struktur modal perusahaan sektor pertanian.

Manfaat Penelitian

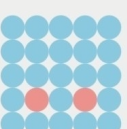
1. Bagi investor, hasil penelitian ini diharapkan mampu memberikan informasi yang dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi pada perusahaan di sektor pertanian, khususnya yang telah tercatat di BEI, dengan melihat struktur modalnya;
2. Bagi pengusaha, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi masukan dan bahan pertimbangan dalam penentuan struktur modal perusahaan yang optimal sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan;
3. Bagi kalangan akademis dan peneliti, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan sumbangan ilmiah sebagai salah satu bahan kajian dalam menganalisis kebijakan terkait dengan struktur modal pada perusahaan di sektor



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

© Hak cipta milik IPB

Untuk Selengkapnya Tersedia di Perpustakaan MB-IPB



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.