# BAB I PENDAHULUAN

## 1.1 Latar Belakang Penelitian

Perkembangan bursa saham di kawasan Asia Pasifik tahun 2015 mayoritas ditandai dengan penurunan kinerja saham di berbagai negara. Diantara 10 bursa yang ada, 7 diantaranya mengalami penurunan kinerja saham termasuk Indonesia. Tiga Bursa yang mengalami penurunan kinerja saham tertinggi adalah Singapura (-14.49%), Thailand (-14.34%) dan Indonesia (-13.47%). Adapun negara-negara yang mampu mempertahankan pertumbuhan kinerja sahamnya adalah Jepang, (7.55%), Malaysia (5.88%) dan Korea Selatan (3.92%) seperti yang dapat dilihat pada tabel 1.1.

**Tabel 1.1**

**Perkembangan Indeks Harga Saham Gabungan Di Kawasan Asia Pasifik Periode Desember 2014 – 2015**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Bursa** | **2014** | **2015** | **%** |
| Jepang | 17,450.77 | 18,769.10 | 7.55% |
| Malaysia | 1,663.51 | 1,761.25 | 5.88% |
| Korea Selatan | 1,915.59 | 1,990.65 | 3.92% |
| Filipina | 7,230.58 | 7,002.42 | -3.16% |
| Australia | 5,388.60 | 5,193.35 | -3.62% |
| Hongkong | 23,605.04 | 2,2138.10 | -6.21% |
| Tiongkok | 9,307.26 | 8,363.28 | -10.14% |
| Indonesia | 5,226.95 | 4,522.65 | -13.47% |
| Thailand | 1,497.67 | 1,282.93 | -14.34% |
| Singapura | 3,365.15 | 2,877.62 | -14.49% |

Sumber : [Statistik](http://www.ojk.go.id/id/data-Statistik) Pasar Modal 2015

Khususnya di Indonesia, kinerja bursa saham domestik menunjukan pertumbuhan tertinggi sejak tahun 2014 dan mencapai titik tertingginya pada awal tahun 2015. Perkembangan sebaliknya terjadi mulai pertengahan tahun 2015 yang ditandai dengan menurunnya IHSG menjadi 4,522.65 pada akhir Desember 2015 atau turun sebesar 13.47 persen dibandingkan dengan perdagangan tahun sebelumnya yang ditutup pada level 5,226.95. Penurunan IHSG yang terjadi selama dua tahun terakhir, disebabkan oleh penurunan kinerja saham perusahaan di berbagai sektor industri sebagaimana yang dapat dilihat pada tabel 1.2. Penurunan kinerja saham yang signifikan terjadi di beberapa sektor industri seperti sektor industri Pertambangan, Pertanian, Aneka Industri dan Infrastruktur dengan penurunan yang melebihi penurunan kinerja pasar secara keseluruhan.

**Tabel 1.2**

**Perkembangan Indeks Saham Sektoral Tahun 2014-2015**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Sektor Industri** | **2014** | **2015** | **%** |
| IHSG | 5226.947 | 4522.654 | -13.47% |
| Pertanian | 2351.095 | 1574.154 | -33.05% |
| Pertambangan | 1368.999 | 792.038 | -42.14% |
| Industri Dasar dan Kimia | 543.674 | 409.585 | -24.66% |
| Aneka Industri | 1307.073 | 1052.477 | -19.48% |
| Industri Barang Konsumsi | 2177.919 | 2058.894 | -5.47% |
| Properti , Real Estat dan Konstruksi Bangunan | 524.908 | 476.72 | -9.18% |
| Infrastruktur, utilitas & transportasi | 1160.284 | 983.225 | -15.26% |
| Keuangan | 731.64 | 673.055 | -8.01% |
| Perdagangan, Jasa dan Investasi | 878.634 | 818.634 | -6.83% |

Sumber : [Statistik](http://www.ojk.go.id/id/data-Statistik) Pasar Modal 2015

Berk et al (2012) menyatakan tujuan perusahaan adalah untuk memaksimumkan kesejahteraan pemilik, atau pemegang saham. Sedangkan Moyer & Kretlow (2005) menjelaskan bahwa kesejahteraan pemilik digambarkan oleh harga pasar dari saham biasa yang diterbitkan perusahaan. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi dan meningkatkan kepercayaan pasar tidak saja pada kinerja saat ini, akan tetapi juga pada prospek perusahaan di masa yang akan datang. Berdasarkan penjelasan tersebut maka penurunan kinerja saham di Indonesia mengindikasikan kegagalan mayoritas perusahaan-perusahaan publik di Indonesia dalam upaya penciptaan nilai perusahaan.

Menurunnya kinerja saham di berbagai sektor industri ditandai dengan *capital outflow* dari investor BEI. Aksi jual yang dilakukan oleh investor di tahun 2015 mencapai Rp. 1.389.56 triliun disebabkan oleh berbagai kondisi makro ekonomi global dan nasional yang tidak kondusif. Pertumbuhan tingkat ekonomi Indonesia yang menurun yaitu sebesar 5.02% serta tingkat inflasi yang relatif tinggi di pasar Indonesia berdampak pada tindakan investor asing untuk menempatkan investasinya ke negara-negara dengan iklim investasi yang dinilai lebih baik sebagaimana ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) : [Statistik](http://www.ojk.go.id/id/data-Statistik) Pasar Modal 2015)

Melambatnya tingkat pertumbuhan ekonomi global yang ditandai dengan menurunnya permintaan berbagai komoditas dari negara-negara tujuan ekspor utama Indonesia seperti Tiongkok, Jepang dan Amerika. Data BPS menyatakan bahwa realisasi ekspor Indonesia pada tahun 2015 sebesar US$ 12,08 miliar atau anjlok 20,98% dibandingkan dengan periode yang sama tahun lalu sebesar US$ 15,29 miliar (<http://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20151116130325-78-91934/oktober-2015>). Penurunan permintaan tersebut diantaranya terjadi pada harga komoditas ekspor Indonesia seperti ekspor minyak dan gas (migas) mengalami penurunan 5,09% pada posisi US$ 1,38 miliar di bulan Oktober dan sektor non migas yang mengalami penurunan sebesar 3,86% pada posisi US$ 10,71 miliar (www.lps.go.id/.../830952/...Oktober.../d360c0bf-5372-4039-a31) yang berdampak pada penurunan kinerja saham sektoral terkait seperti sektor industri Pertambangan dan Sektor Pertanian.

Selain faktor-faktor makro ekonomi, faktor-faktor fundamental perusahaan juga berperan terhadap penurunan kinerja saham. Salah satu faktor fundamental yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah struktur modal. *Struktur modal* adalah komposisi dana yang digunakan untuk pemenuhan kebutuhan investasi perusahaan yang terdiri dari hutang, ekuitas dan surat berharga lainnya (Berk et al, 2012). Chowdhury & Chowdhury (2010). menyatakan terdapat keterkaitan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat meningkat jika perusahaan memiliki struktur modal dengan tepat, sedangkan O'Brien, et al. (2014) menjelaskan pemilihan sumber pendanaan yang berasal dari hutang dan modal sendiri ditujukan untuk mendapatkan biaya modal yang minimal yang pada akhirnya dapat memaksimalkan kesejahteraan pemilik.

Tabel 1.3 menjelaskan perkembangan rata-rata struktur modal yang diukur dengan menggunakan *Debt to Asset Ratio* (DAR) perusahaan di 8 sektor industri yang sahamnya diperdagangkan di BEI yang di dalam penelitian ini dikelompokan sebagai industri non keuangan. Kedelapan sektor industri tersebut meliputi di sektor Industri Pertanian, Pertambangan, Industri Dasar dan Kimia, Aneka Industri, Industri Barang Konsusmi, Properti, Real Estat dan Konstruksi Bangunan, Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi, serta Perdagangan, Jasa dan Investasi.

**Tabel 1.3.**

**Perkembangan Rata-Rata Debt To Asset Ratio**

**Emiten Sektor Industri Non Keuangan Tahun 2010-2015**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Tahun** | **Debt To**  **Asset** | **Perubahan**  **%** |
| 2011 | 55,447% | - |
| 2012 | 58,576% | 5,643% |
| 2013 | 58,982% | 0,693% |
| 2014 | 60,385% | 2,379% |
| 2015 | 62,499% | 3,501% |

Sumber : Pengolahan Data 2016

Perkembangan struktur modal perusahaan sektor industri non keuangan selama lima tahun terakhir ditandai dengan tingginya rasio DAR. Rata-rata DAR setiap tahunnya mencapai lebih dari 50% yang berarti sumber pendanaan untuk membiayai aset yang didominasi oleh penggunaan hutang. Tingginya penggunaan hutang tersebut juga diikuti dengan trend peningkatan rasio DAR. Pada tahun 2011 rata-rata DAR sebesar 55,447%, rasio ini terus meningkat hingga mencapai 62,499% pada tahun 2015. Mengacu kepada teori yang sudah dijelaskan sebelumnya, maka terjadinya peningkatan struktur modal diduga menjadi penyebab menurunnya kinerja saham pada perusahaan-perusahaan di sektor industri non keuangan.

Struktur modal juga dipengaruhi oleh faktor spesifik perusahaan (Pratheepkanth, 2011). Faktor-faktor spesifik perusahaan yang secara konsisten ditemukan pada *penelitian struktur modal* adalah Likuiditas, Profitabilitas, Kepemilikan Institusional, *Tangibility*, Pertumbuhan Perusahaan dan Efisiensi, sebagaimana yang ditemukan pada penelitianVoulgaris, & Agiomirgianakis (2002), Michaely & Vincent (2012), Vatavu (2012), Chen, & Chen (2011), Basu & Rajeev (2013), Zheng (2013), dan Ghasemi & Razak (2016). Khususnya penelitian pengaruh dari profitabilitas, ukuran perusahaan, pertumbuhan dan *tangibility* terhadap struktur modal ditemukan secara konsisten di negara-negara besar (Ganguli, 2013). Penelitian terkait pengaruh kepemilikian institusional dengan struktur modal relatif masih sedikit ditemukan, akan tetapi seiring dengan fenomena peningkatan kepemilikan institsuional, di berbagai negara termasuk di Indonesia dan peningkatan kepemilikan struktur modal tersebut memiliki peran kontrol terhadap manajemen, maka analisis keberadaan kepemilikan struktur modal beserta dampaknya terhadap kebijakan struktur modal menjadi penting dilakukan.

Di dalam literatur keuangan modern, khususnya pada *relevan Theory of capital structure* telah menghasilkan teori-teori struktur modal baru yang digunakan untuk menjelaskan keterkaitan struktur modal dengan faktor-faktor determinannya serta dampak struktur modal terhadap penciptaaan nilai perusahaan. Teori struktur modal tersebut dua diantaranya *Trade Off Theory* (TOT) dan *Pecking Order Theory* (POT). Fama dan French (2002) menyatakan bahwa pendekatan *Trade-Off Theory* dan *Pecking Order Theory* merupakan model yang kompeten untuk menjelaskan kebijakan struktur modal serta pengaruhnya terhadap penciptaan nilai perusahaan.

Pendekatan *Trade-Off Theory* menyatakan bahwa di dalam menetapkan kebijakan struktur modalnya, perusahaan akan mencari struktur modal yang optimal dengan menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang ditimbulkan dari penggunaan hutang sehingga penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan sampai titik tertentu, setelah titik tersebut penambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan (Dreyer, 2011). Pendekatan *Pecking Order Theory* menyatakan di dalam menempatkan kebijakan struktur modalnya, perusahaan memiliki pola pemilihan sumber pendanaan, yang mengutamakan pendanaan ekuitas internal daripada pendanaan ekuitas eksternal (Vanacker, T. R., & Manigart, S. 2010). Penjelaskan di atas menunjukan kedua teori tersebut, menggunakan pendekatan yang berbeda, sehingga keduanya memiliki perbedaan di dalam menjelaskan keterkaitan struktur modal dengan faktor-faktor determinannya serta dampak struktur modal terhadap nilai perusahaan.

Likuiditas menunjukan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban yang telah jatuh tempo. Ozkan (2001) menjelaskan bahwa pada pendekatan *Trade-Off Theory*, perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi memiliki kemampuan yang lebih tinggi untuk memenuhi seluruh kewajiban yang jatuh tempo, sehingga dengan mendapatkan kepercayaan yang lebih tinggi memungkinkan untuk menerbitkan hutang baru dalam jumlah yang lebih besar. Sebaliknya pada pendekatan *Pecking Order Theory* sebagaimana yang ditemukan pada penelitian Pervaiz, et al (2013) menyatakan bahwa likuditas memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal.

Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan keuntungan (profit) pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu (Berk et al, 2012). Penelitian yang dilakukan oleh Gill, & Mathur, (2011) menyatakan jika mengacu pada *Pecking Order Theory* maka profitabilitas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, sedangkan pada pendekatan *Trade Off Theory,* dijelaskan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal, sebagaimana hasil penelitian dari penelitian Xu (2012), dan Wang (2013).

Dam, & Scholtens, (2013) menjelaskan bahwa kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh pihak institusional di dalam suatu perusahaan. Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi maka kemampuan untuk mengambil alih perusahaan yang tidak efisien semakin tinggi sehingga pada akhirnya situasi ini dapat memaksa manajer menjadi lebih efisien (Ongore, 2011). Penelitian Xin (2014) menyatakan bahwa dalam argumen *Pecking Order Theory* kepemilikan institusional merupakan faktor yang mempengaruhi tingkat hutang secara negatif. Hasil penelitian tersebut mendukung pendapat bahwa investor institusi merupakan pengganti yang berperan sebagai pengatur utang pada struktur modal sebagaimana yang ditemukan pada beberapa penelitian seperti Michaely & Vincent (2012). Pada pendekatan *Trade-Off Theory,* sebagaimana yang ditemukan pada penelitian Lin, et al (2011) menjelaskan bahwa kepemilikan institusional menimbulkan konflik keagenan yang lebih rendah antara pemegang saham dan kreditur, sehingga biaya hutang menjadi turun. Situasi ini menyebabkan perusahaan dapat menggunakan hutang yang tinggi untuk memperoleh penghematan yang bersumber dari pajak guna meningkatkan nilai perusahaan.

*Tangibility* menunjukan tingkat kemampuan *tangible asset* berperan sebagai *collateral* (jaminan). Peningkatan *tangibility* tersebut mengidikasikan peningkatan proporsi aktiva tetap yang dimiliki perusahaan yang dapat digunakan sebagai penjamin hutang. *Trade-Off Theory* menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki *tangible asset* yang tinggi dalam struktur asetnya akan memiliki tingkat hutang yang lebih tinggi sebagaimana yang ditemukan pada penelitian Degryse (2012). Sebaliknya pada pendekatan *Pecking Order Theory*, *tangibility* akan menghasilkan sediki asimetris informasi antara calon investor dan pemegang saham, yang berdampak pada penurunan biaya penerbitan saham dan menurunkan penggunaan hutang. Pola *Pecking Order* yang menjelaskan keterkaitan *tangibility* dengan struktur modal ditemukan pada penelitian Fauzi & Locke (2012), dan Hossain & Ayub (2012),

Pertumbuhan Perusahaan menunjukan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan ukuran perusahaan. Pada *Trade-Off Theory*, pertumbuhan memiliki pengaruh negatif terhadap tingkat hutang (Zeitun & Tian, 2014). Sebaliknya dalam pendekatan *Pecking Order Theory* perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan melakukan ekspansi dengan cara menggunakan dana eksternal berupa hutang sebagaimana yang ditemukan pada penelitian, Chen & Chen (2011) dan Hossain & Ayub (2012),

Kinerja Efisiensi menggambarkan kemampuan perusahaan di dalam memanfaatkan semua sumber daya yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi tinggi tingkat efisiensi maka kemampuan perusahaan untuk menghasilkan penjualan dengan aset yang dimiliki semakin meningkat. Di dalam pendekatan *Trade-Off Theory*, ditemukan pengaruh positif antara efisiensi dan struktur modal (Serghiescu & Văidean, 2014). Sebaliknya pada pendekatan *Pecking Order Theory* efisiensi berpengaruh negatif terhadap struktur modal. (Yogendrarajah & Thanabalasingham, 2004).

Perbedaan-pendekatan pada POT dan TOT sebagaimana yang ditunjukan sebelumnya, juga berdampak pada perbedaan arah estimasi kebijakan struktur modal terhadap nilai perusahaan. pendekatan *Trade-Off Theory* mengestimasi adanya hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan Faccio & Xu (2009), Chowdhury & Chowdhury (2010), Muthukumaran (2012), dan Ullah&Shah (2014), sedangkan pada pendekatan *Pecking Order Theory*, hubungan struktur modal dengan nilai perusahaan menunjukan arah yang sebaliknya dimana setiap peningkatan struktur modal akan berdampak pada menurunnya nilai perusahaan. Hubungan negatif antara *leverage* dan kinerja perusahaan ditemukan pada beberapa penelitian diantaranya Hussain et al (2011), Tahmoorespour (2015), dan Hall, et al (2000).

Adanya *gap teoritis* pada POT dan TOT menimbulkan terjadinya *gap empiris* terkait pengujian dari kedua teori tersebut. Hasil penelitian dalam konteks perusahaan publik di Amerika Serikat seperti yang dilakukan oleh Gill, et al. (2011).**,** sedangkan penelitian De Jong, & Verwijmeren, (2011). Lemmon, & Zender, (2010). mendukung pendekatan *Pecking Order Theory*. Hasil berbeda ditemukan oleh Chirinko, & Singha, (2000). Yang menemukan pola *Pecking dan Trade-Off* pada perusahaan di US.

Penelitian pada perusahaan-perusahaan publik di Eropa menunjukan pola kebijakan *Trade-Off Theory*  dan *Pecking Order Theory* juga diterapkan oleh perusahaan-perusahaan di negara tersebut. Wang (2013) menemukan pola struktur modal yang mengacu pada *Trade-Off Theory* sedangkan Degryse et al (2012) dan Atiyet (2012) menemukan pola struktur modal yang mengarah pada *Pecking Order Theory.* Hasil penelitian pada perusahaan-perusahaan publik di Asia seperti di China, Jepang, Bangladesh, dan Malaysia menunjukan hasil yang tidak jauh berbeda. Rajak & Rosli (2014) dan Basu & Rajeev (2013) menemukan pola *Trade-Off Theory*. Sedangkan Liu & Ren, (2009), Chen & Chen (2011), dan Hossain & Ayub, (2012) menemukan praktek kebijakan struktur modal yang mengacu pada pola *Pecking Order Theory*. Hasil-hasil penelitian tersebut diperkuat dengan penelitian Liu & Ren (2009), dan Ahmadimousaabad et al, (2013) yang menyatakan bahwa pola *Pecking Order*  maupun *Trade Off* *Theory* keduanya digunakan dalam praktek bisnis dari perusahaan-perusahaan publik di Asia.

Validasi pola *Pecking Order*  dan *Trade-Off* pada perusahaan publik di Indonesia telah banyak ditemukan khususnya pada penelitian secara sektoral. Hasil penelitian yang diperoleh tidak berbeda jauh. Pola *Trade-Off* ditemukan pada penelitian Fuady (2013), sedangkan pola *Pecking Order*  ditemukan pada penelitian Nugraha&Nugroho (2015). Adapun Lumbantobing (2008) menemukan Pola *Pecking Order* dan *Trade-Off* dalam kebijakan struktur modal perusahaan terbuka di Indonesia.

Terjadinya inkonsistensi hasil penelitian terkait dukungan bukti empiris terhadap kedua teori tersebut, memunculkan fenomena yang di dalam literatur manajemen keuangan modern dikenal dengan *“capital structure puzzle*”. Adanya fenomena tersebut menimbulkan pertanyaan besar, dari kedua teori tersebut teori mana yang lebih banyak mendapatkan dukungan empiris, apakah TOT atau POT.

Terjadinya inkonsistensi penelitian terkait validasi teori TOT dan POT, dijelaskan oleh Myers (2001) bahwa teori struktur modal adalah *conditional theories*, dimana suatu faktor dapat berpengaruh kuat pada suatu perusahaan, akan tetapi dapat juga memberi pengaruh yang sebaliknya pada perusahan lain yang memiliki kondisi yang berbeda. Qamar, Farooq (2016), menyatakan bahwa studi hubungan struktur modal dengan faktor determinannya tidak akan bermanfaat selama hubungan keduanya tersebut bergantung kepada faktor situasional dan faktor moderasi. Kedua faktor tersebut dapat menyebabkan intensitas dan arah hubungan struktur modal dan faktor determinannya menjadi berubah.

Meskipun teori struktur modal telah diidentifikasi sebagai teori yang bersifat kondisional, akan tetapi hingga saat ini belum ditemukan secara pasti faktor-faktor situasional apa saja yang dapat mempengaruhi hubungan struktur modal dengan faktor-faktor determinannya. Di dalam penelitian-penelitian yang masih terbatas, ditemukan peran ukuran perusahaan dan jenis industri digunakan sebagai variabel moderasi pada hubungan struktur modal dan faktor-faktor determinannya. Hussain & Matlay (2007) menjelaskan bahwa perusahaan besar menghadapi situasi asimetris informasi yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga pola *Pecking Order* menguat pada perusahaan kecil. Peran jenis industri sebagai faktor moderasi ditemukan pada penelitian Chen & Chen (2011) dan Yousefi et al (2012) yang menyatakan bahwa perbedaan struktur modal antara industri merupakan faktor penentu ada tidaknya hubungan serta arah hubungan antara struktur modal dengan faktor determinannya. Perusahaan manufaktur memiliki karakteristik investasi yang bersifat *capital intensive* yang besar sehingga berimplikasi pada kebutuhan pendanaan yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan sektor lain (Holmes dan Kent, 1991). Tingginya kebutuhan pendanaan pada perusahaan manufaktur menyebabkan pola *Trade-Off*  menguat pada perusahaan manufaktur Gill, et al (2011).

Penelitian yang dilakukan oleh Damodaran (2012) menemukan bahwa mempertahankan fleksibilitas keuangannya merupakann motif utama yang dipertimbangkan perusahaan pada kebijakan struktur modalnya. Flexibilitas keuangan menunjukan kemampuan perusahaan untuk dapat merespon perubahan yang tidak terduga pada arus kas atau kesempatan investasi secara tepat yang pada akhirnya dapat memaksimalkan nilai perusahaan (Byoun (2007). Motif untuk mempertahankan flexibilitas keuangan merupakan faktor yang relevan dalam situasi persaingan bisnis yang semakin ketat sebagaimana yang terjadi saat ini. Mempertahankan flexibilitas keuangan juga dipandang sebagai tindakan strategis perusahaan agar tidak hanya beraksi terhadap terjadinya kesulitan akan tetapi dianggap sebagai upaya atau antisipasi dari kemungkinan terjadinya kesulitan keuangan sehingga pengaruh dari resiko keuangan tersebut dapat diminimalisir (Almeida et al. 2011).

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul :

**ANALISIS KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN SEKTOR INDUSTRI NON KEUANGAN DI INDONESIA**

**(Studi Determinan Struktur Modal dan Dampaknya Terhadap Nilai Perusahaan Berdasarkan Ukuran Perusahaan dan Industri)**

## 1.2. Identifikasi dan Rumusan Masalah

Sejak pertama kali diperkenalkan oleh Modigliani and Miller pada tahun 1958 pengembangan dari *relevan Theory of Capital Structure* menghasilkan teori-teori struktur modal baru, dua diantaranya adalah *Trade-Off Theory* dan *Pecking Order Theory*. Fama dan French (2002) menyatakan bahwa pendekatan *Trade-Off Theory* dan *Pecking Order Theory* merupakan model yang kompeten untuk menjelaskan kebijakan struktur modal serta pengaruhnya terhadap penciptaan nilai perusahaan.

Fenomena “*capital structure puzzle”* yang ditemukan pada berbagai penelitian menunjukan hingga saat ini belum diperoleh penjelasan yang menyeluruh yang mampu menjelaskan pola struktur modal yang ditemukan di berbagai negara termasuk di Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk melakukan analisis struktur modal melalui pendekatan *Trade-Off Theory* dan *Pecking Order Theory*. Analisis dilakukan untuk memperoleh gambaran terkait arah kebijakan struktur modal perusahaan di Indonesia serta dampak kebijakan struktur modal terhadap nilai perusahaan di sektor industri non keuangan di Indonesia.

Arah kebijakan struktur modal diestimasi melalui faktor-faktor spesifik perusahaan yang mempengaruhinya. Faktor spesifik perusahaan yang dipergunakan pada penelitian ini terdiri dari Likuiditas, Profitabilitas, Kepemilikan Institusional, *Tangibility*, Pertumbuhan Perusahaan dan Efisiensi. Pengujian pengaruh faktor spesifik perusahaan tersebut mengacu pada penelitian Voulgaris, & Agiomirgianakis (2002), Michaely & Vincent (2012), Vatavu (2012), Chen, & Chang (2011), Basu & Rajeev (2013), Zheng (2013), dan Ghasemi & Razak (2016).

Pada pengujian keterkaitan struktur modal dan faktor-faktor determinannya, analisis juga dilakukan untuk mengetahui adanya peran faktor moderasi sebagai bagian dari model estimasi struktur modal. Adapun variabel moderasi yang digunakan yaitu *ukuran perusahaan* dan *jenis industri*. Penggunaan variabel moderasi sebagai bagian dari model estimasi struktur modal diharapkan mampu menjelaskan dari dua teori struktur modal yang dikembangkan, teori mana yang relevan untuk menjelaskan arah kebijakan struktur modal perusahaan di sektor industri non keuangan di Indonesia.

Analisis kebijakan struktur modal dan dampaknya terhadap nilai perusahaan yang dilakukan pada penelitian ini ditujukan untuk menganalisis perusahaan-perusahaan yang berada di 8 sektor industri yang sahamnya diperdagangkan di BEI, yang pada penelitian ini dikelompokan menjadi perusahaan di industri sektor non keuangan. Dipilihnya kelompok industri tersebut mengacu kepada beberapa pertimbangan teoritis dan praktis. Pertimbangan teoritis mengacu kepada arah pengembangan teori struktur modal itu sendiri, teori-teori struktur modal dikembangkan berdasarkan bukti-bukti empiris yang dilakukan pada perusahaan-perusahaan di sektor industri non keuangan, sehingga teori-teori struktur modal yang ada saat ini lebih relevan untuk menjelaskan arah kebijakan struktur modal dari perusahaan-perusahaan di sektor industri non keuangan.

Pertimbangan praktis dipilihnya perusahaan dalam industri non keuangan sebagai fokus penelitian *Pertama* struktur modal antara perusahaan dalam sektor industri non keuangan dengan perusahaan di sektor industri keuangan memiliki karaktersitik yang berbeda sehingga tidak dapat dibandingkan ( Rajan dan Zingales, 1995). *Kedua,* karakteristik struktur modal perusahaan di sektor keuangan dipengaruh oleh regulasi pemerintah seperti adanya jumlah modal minimum untuk perusahaan di industri keuangan, dan hal ini tidak ditemukan pada perusahaan yang berada dalam industri non keuangan. *Ketiga,* perusahaan-perusahaan yang masuk di dalam sektor industri tersebut merupakan mayoritas perusahaan publik yang listing di BEI. Sampai pada akhir tahun 2015 83.49% emiten BEI adalah perusahaan-perusahaan dalam kelompok sektor industri non keuangan, dengan kapitalisasi pasar mencapai 74.85 % (Laporan Kwartalan OJK tahun 2015), sehingga penelitian yang dilakukan diharapkan dapat menggambarkan kebijakan struktruk modal perusahaan-perusahaan terbuka di Indonesia secara menyeluruh.

Berbeda dengan penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya maka, pengujian terhadap *Trade-Off Theory* dan *Pecking Order Theory* akan dilakukan dengan mempertimbangkan teori struktur modal sebagai *conditional teori,* dan menggunakan pendekatan fleksibilitas keuangan di dalam menjelaskan arah kebijakan struktur modal perusahaan sektor industri non keuangan di Indonesia. Mengacu pada identifikasi masalah penelitian yang telah diuraikan sebelumnya, maka pertanyaan penelitian yang diajukan untuk dikembangkan dalam studi ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana gambaran likuiditas, profitabilitas, kepemilikan institusional, tangibility, pertumbuhan perusahaan, efisiensi ukuran perusahaan, struktur modal dan nilai perusahaan pada perusahaan sektor industri non keuangan yang listing di BEI pada tahun 2003-2015.
2. Apakah terdapat pengaruh likuiditas, profitabilitas, kepemilikan institusional, tangibility, pertumbuhan perusahaan, efisiensi, dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan sektor industri non keuangan yang listing di BEI pada tahun 2003-2015.
3. Apakah terdapat efek moderasi ukuran perusahaan dan industri terhadap pengaruh pengaruh likuiditas, profitabilitas, kepemilikan institusional, tangibility, pertumbuhan perusahaan, dan efisiensi terhadap struktur modal.
4. Apakah terdapat pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan di sektor industri non keuangan yang listing di BEI pada tahun 2003-2015.

## 1.3. Tujuan Penelitian

Secara umum penelitian ini ditujukan untuk mengembangkan model prediksi struktur modal pada perusahaan-perusahaan terbuka di Indonesia. Sedangkan secara khusus penelitian ini bertujuan untuk menperoleh temuan mengenai :

1. Gambaran likuiditas, profitabilitas, kepemilikan institusional, tangibility, pertumbuhan perusahaan, efisiensi ukuran perusahaan, struktur modal dan nilai perusahaan pada perusahaan sektor industri non keuangan yang listing di BEI pada tahun 2003-2015.
2. Pengaruh likuiditas, profitabilitas, kepemilikan institusional, tangibility, pertumbuhan perusahaan, efisiensi, dan ukuran perusahaan terhadap struktur modal pada perusahaan sektor industri non keuangan yang listing di BEI pada tahun 2003-2015.
3. Efek moderasi ukuran perusahaan dan industri terhadap pengaruh pengaruh likuiditas, profitabilitas, kepemilikan institusional, tangibility, pertumbuhan perusahaan, dan efisiensi terhadap struktur modal.
4. Pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan di sektor industri non keuangan yang listing di BEI pada tahun 2003-2015.

## 1.4. Manfaat / Signifikansi Penelitian

Kebijakan struktur modal merupakan kebijakan keuangan strategis perusahaan yang melibatkan dana yang besar serta memberikan implikasi yang bersifat jangka panjang. Hasil penelitian ini akan memberikan kontribusi teoritis diantaranya: Penelitian ini bertujuan untuk menjawab fenomena kebijakan struktur modal yang ditemukan pada berbagai hasil penelitian sebelumnya. Arah kebijakan struktur modal perusahaan-perusahaan terbuka di Indonesia akan diestimasi berdasarkan hubungan struktur modal dengan faktor-faktor determinannya, serta pengaruhnya terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu hasil penelitian ini akan memberikan manfaat bagi perkembangan ilmu, serta bagi para pengambil kebijakan dan para pelaku di pasar modal.

### 1.4.1. Kegunaan Akademik (Teoritis)

1. Hasil penelitian ini akan membuktikan validasi dua teori struktur modal yaitu *Trade-Off Theory* dan *Pecking Order Theory* dalam seting industri non keuangan di Indonesia yang memiliki perbedaan situasional dengan industri di negara maju tempat dimana kedua teori tersebut dikembangkan.
2. Hasil penelitian akan membuktikan karakteristik teori struktur modal sebagai teori yang bersifat kondisional (*conditional teori)*, dengan membuktikan adanya efek moderasi ukuran perusahaan dan industri terhadap hubungan struktur modal dengan faktor-faktor determinannya. Sehingga dapat menjelaskan inkonsistensi hasil-hasil penelitian yang selama ini banyak ditemukan di berbagai negara termasuk di Indonesia.
3. Hasil penelitian ini akan melengkapi melengkapi temuan-temuan empiris pada riset-riset manajemen keuangan korporasi yang pada akhirnya diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi kemajuan dan pengembangan ilmu manajemen di masa yang akan datang.

### 1.4.2. Kegunaan Praktis (Empirik)

Temuan-temuan empiris terkait kebijakan struktur modal akan memberikan kontribusi praktis diantaranya :

1. Bagi perusahaan, hasil penelitian ini dapat digunakan untuk menentukan prioritas kebijakan struktur modal perusahaan sebagai upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan dan untuk mempertahankan keunggulan bersaingnya.
2. Bagi investor, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai sumber informasi yang relevan sebagai dasar pertimbangan dalam keputusan berinvestasi guna memperoleh *return* optimal pada tingkat resiko yang rendah.
3. Bagi kreditur, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai dasar pertimbangan di dalam kebijakan penyaluran kreditnya agar dapat memberikan penilaian bagi debitur maupun calon debitur secara tepat.
4. Bagi regulator Pasar Modal, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai dasar pertimbangan untuk pengembangan produk-produk regulasi di pasar modal baik yang terkait dengan perlindungan bagi investor, maupun regulasi terkait sistem dan prosedur aktivitas perdagangan di bursa saham.