



Hak cipta dan penggunaan kembali:

Lisensi ini mengizinkan setiap orang untuk mengubah, memperbaiki, dan membuat ciptaan turunan bukan untuk kepentingan komersial, selama anda mencantumkan nama penulis dan melisensikan ciptaan turunan dengan syarat yang serupa dengan ciptaan asli.

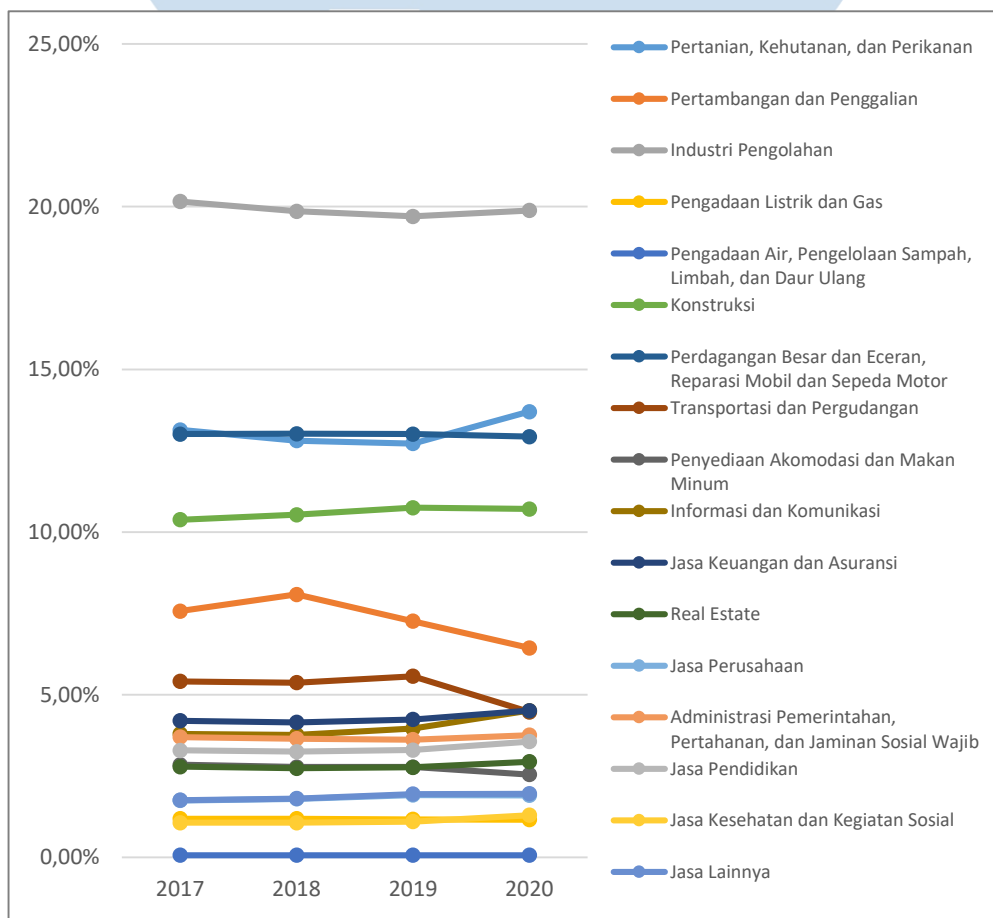
Copyright and reuse:

This license lets you remix, tweak, and build upon work non-commercially, as long as you credit the origin creator and license it on your new creations under the identical terms.

BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

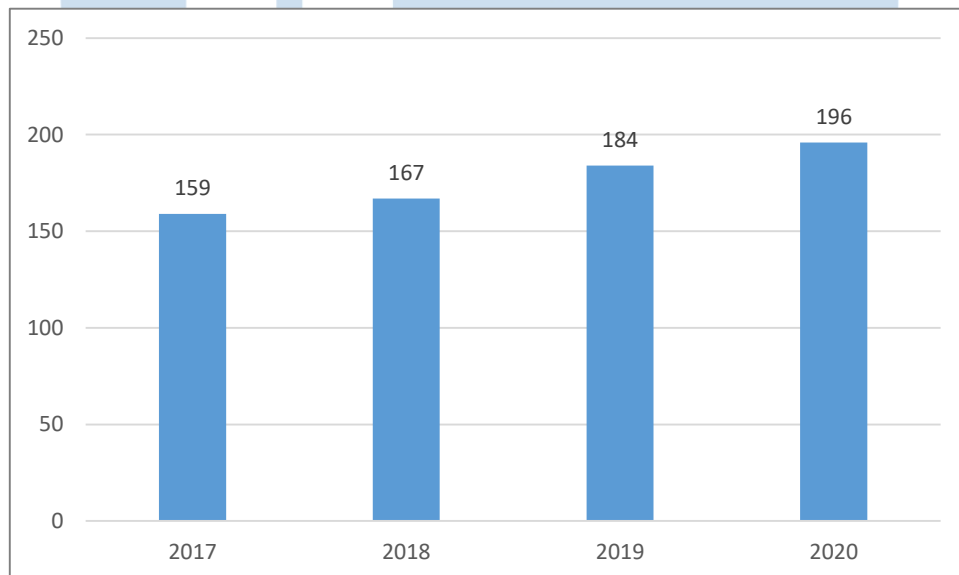
Salah satu industri yang berperan dalam pembangunan ekonomi nasional adalah industri manufaktur. “Industri manufaktur adalah suatu kegiatan ekonomi yang melakukan kegiatan mengubah suatu barang dasar secara mekanis, kimia, atau dengan tangan sehingga menjadi barang jadi/setengah jadi, dan atau barang yang kurang nilainya menjadi barang yang lebih tinggi nilainya” (BPS, 2021). “Meskipun di tengah tekanan dampak pandemi *covid-19*, sektor industri masih memberikan kontribusi paling besar terhadap struktur produk domestik bruto (PDB) nasional hingga sebesar 19,98% pada kuartal I 2020” (Hidayat, 2020). Berikut grafik kontribusi sektor industri terhadap PDB Indonesia tahun 2017-2020:



Gambar 1.1 Kontribusi Sektor Industri Terhadap PDB Indonesia Tahun 2017-2020

Sumber: www.bps.go.id

Gambar 1.1 menunjukkan bahwa dari tahun 2017 sampai tahun 2020 industri pengolahan atau biasa disebut dengan industri manufaktur merupakan sektor yang memberikan kontribusi terbesar terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) dibandingkan dengan sektor lainnya. Diketahui sejak tahun 2017 hingga tahun 2020 industri manufaktur memberikan kontribusi sebesar 20,16%, 19,86%, 19,70%, dan 19,88% terhadap PDB Indonesia. Besarnya kontribusi industri manufaktur terhadap PDB Indonesia disebabkan karena adanya pertumbuhan yang positif dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2017-2020 yang dapat dilihat dari data sebagai berikut:



Gambar 1.2 Jumlah Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2017-2020

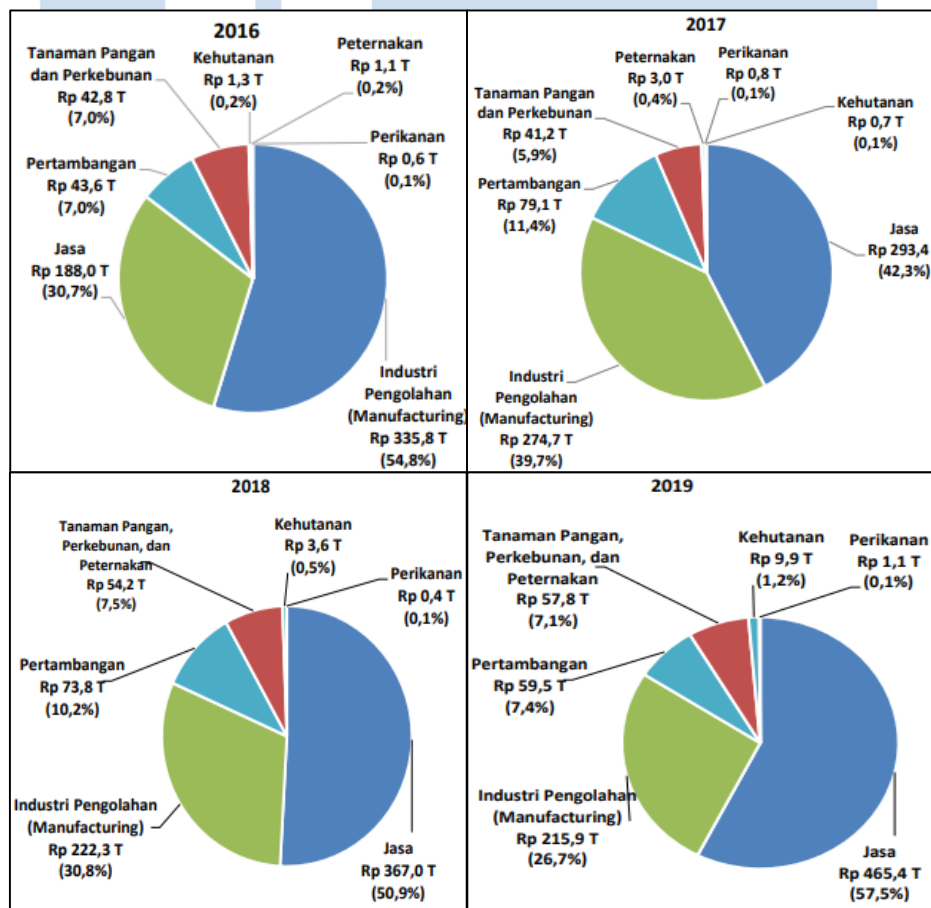
Sumber: www.idx.co.id

Gambar 1.2 menunjukkan bahwa pada tahun 2017 jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI sebanyak 159 perusahaan, kemudian pada tahun 2018 mengalami kenaikan sebanyak 8 perusahaan sehingga menjadi 167 perusahaan. Lalu, pada tahun 2019 jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI mengalami kenaikan sebanyak 17 perusahaan yang menjadi 184 perusahaan, dan pada tahun 2020 jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI sebanyak 196 perusahaan. Hal ini membuktikan bahwa dari tahun 2017 sampai dengan 2020, jumlah perusahaan manufaktur terus bertambah setiap tahunnya.

Jumlah perusahaan manufaktur yang terus mengalami peningkatan dari tahun ke tahun menunjukkan adanya peluang usaha dengan prospek yang baik bagi

perusahaan di masa mendatang dan dapat menimbulkan persaingan yang ketat antar perusahaan manufaktur. Dalam menghadapi persaingan tersebut, perusahaan dituntut untuk memiliki kemampuan dalam hal menciptakan produk yang dihasilkan, meningkatkan kualitas sumber daya manusia, maupun teknologi mesin yang digunakan. Namun untuk memiliki kemampuan tersebut, perusahaan membutuhkan dana yang tidak sedikit.

Berikut merupakan grafik realisasi investasi Penanaman Modal Dalam Negeri (PMDN) dan Penanaman Modal Asing (PMA) pada tahun 2016-2019 berdasarkan data yang dirilis oleh Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM):



Gambar 1.3 Trend Jumlah PMDN dan PMA Industri Manufaktur Tahun 2016-2019

Sumber: www.bkpm.go.id

Gambar 1.3 menunjukkan jumlah realisasi investasi PMDN dan PMA untuk sektor manufaktur pada tahun 2016 adalah sebesar 54,8% dari total realisasi yaitu sebesar Rp Rp335,8 triliun. Pada tahun 2017 jumlah realisasi investasi PMDN dan PMA menurun sekitar 15,1% dari tahun sebelumnya atau hanya sebesar 39,7% dari

total realisasi yaitu sebesar Rp274,7 triliun. Kemudian, pada tahun 2018 jumlah realisasi investasi PMDN dan PMA sektor manufaktur semakin mengalami penurunan dari tahun sebelumnya sekitar 8,9% atau hanya sebesar 30,8% dari total realisasi yaitu sebesar Rp222,3 triliun. Pada tahun 2019 jumlah realisasi PMDN dan PMA di sektor manufaktur kembali mengalami penurunan menjadi sebanyak Rp215,9 triliun atau sebanyak 26,7% dari total realisasi investasi. Berdasarkan data BKPM penurunan realisasi investasi yang terjadi pada tahun 2017-2019 mengindikasikan bahwa minat investor dalam menanamkan modalnya baik investor dalam negeri maupun luar negeri pada industri manufaktur mengalami penurunan. Hal ini disebabkan oleh minat investor yang mulai bergeser ke sektor jasa. “Pelaksana Tugas Deputy Bidang Pengendalian Pelaksanaan Penanaman Modal BKPM Farah Ratnadewi Indriani mengatakan bahwa investor ke sektor jasa meningkat pada 2017-2019 karena pemerintah mengebut pembangunan infrastruktur seperti jalan tol, pelabuhan, dan bandara” (Wildan, 2019).

“Menteri Perindustrian Agus Gumiwang Kartasasmita mengatakan bahwa Indonesia masih menjadi negara tujuan utama bagi para investor. Hal ini dinyatakan pada hasil dari pertemuan dengan perusahaan-perusahaan skala global” (Kemenperin, 2020). “Kepala Pusat Data dan Informasi Kementerian Perindustrian Janu Suryanto juga mengungkapkan bahwa Indonesia masih menjadi negara tujuan utama investasi khususnya bagi sektor industri manufaktur karena didukung dengan ketersediaan pasar yang besar dan bahan baku yang melimpah” (Gareta, 2020). “Sepanjang tahun 2020, investasi manufaktur mampu menunjukkan geliat positif meskipun di tengah terpaan yang cukup berat akibat pandemi *covid-19*. Berdasarkan catatan Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM) pada Januari-Desember 2020, sektor industri menggelontorkan dananya sebesar Rp272,9 triliun atau menyumbang 33% dari total nilai investasi yang mencapai Rp826,3 triliun. Menteri Perindustrian Agus Gumiwang Kartasasmita mengungkapkan bahwa realisasi penanaman modal sektor industri di tanah air tumbuh 26% dari tahun 2019 yang mencapai Rp216 triliun menjadi Rp272,9 triliun pada tahun 2020. Kepercayaan diri pelaku industri nasional untuk terus berekspansi, tercermin dari capaian penanaman modal dalam negeri (PMDN) sektor manufaktur pada tahun

2020 sebesar Rp82,8 triliun atau tumbuh 14% dibandingkan tahun 2019 yang menembus Rp72,7 triliun. Di samping itu, Indonesia dinilai masih menjadi negara tujuan investasi bagi para pelaku industri global. Hal ini terlihat dari capaian penanaman modal asing (PMA) sektor manufaktur pada tahun 2020 sebesar Rp190,1 triliun atau tumbuh 33% dibanding capaian tahun 2019 yang menyentuh Rp143,3 triliun” (Hardum, 2021). Dari berita tersebut menggambarkan bahwa pada tahun 2020 terjadi peningkatan minat investor dalam penanaman modal yang dilakukan dari luar negeri serta dalam negeri pada industri manufaktur. “Dalam upaya menciptakan lingkungan investasi yang mendukung di Indonesia, pemerintah telah melaksanakan program seperti perbaikan perizinan usaha melalui *Online Single Submission (OSS)* hingga pemberian insentif fiskal seperti *tax allowance, tax holiday, dan super deduction tax*” (Winarno, 2019). Dengan adanya program yang telah dilaksanakan oleh pemerintah diharapkan dapat menarik investor sehingga akan memudahkan perusahaan manufaktur di Indonesia untuk mengembangkan usahanya dikarenakan meningkatnya investasi yang disalurkan oleh investor terhadap industri manufaktur.

Modal menjadi sumber pendanaan yang penting untuk keberlangsungan operasional perusahaan. “Dalam memenuhi kebutuhan dana dapat dilakukan dengan dua alternatif, yaitu sumber dana internal dan sumber dana eksternal. Sumber dana internal yaitu sumber dana yang dibentuk atau dihasilkan sendiri di dalam perusahaan, misalnya dana yang berasal dari keuntungan yang tidak dibagikan atau keuntungan yang ditahan menjadi saldo laba. Saldo laba ini dapat digunakan oleh perusahaan sebagai cadangan untuk menghadapi kerugian yang timbul di masa mendatang, untuk melunasi utang perusahaan, untuk menambah modal kerja, ataupun untuk membelanjai ekspansi perusahaan di masa mendatang. Sedangkan sumber dana eksternal, yaitu sumber dana yang berasal dari tambahan penyertaan modal pemilik atau penerbitan saham baru, penjualan obligasi, dan kredit dari bank” (Cahyani dan Handayani, 2017).

Keputusan pendanaan keuangan suatu perusahaan sangat menentukan kemampuan perusahaan dalam melakukan aktivitas operasionalnya. “Struktur modal mengacu pada proporsi sumber pendanaan perusahaan berupa sumber dana

ekuitas dan utang, dimana perusahaan harus menentukan kombinasi struktur modal yang mampu mengoptimalkan nilai perusahaan” (Dewi dan Wirama, 2017). “Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang dapat meminimalkan biaya modal keseluruhan atau biaya modal rata-rata sehingga akan memaksimalkan nilai perusahaan” (Martono dan Harjito, 2003 dalam Paramitha dan Putra, 2020). “Struktur modal yang efektif mampu menciptakan perusahaan dengan keuangan yang kuat dan stabil” (Cahyani dan Handayani, 2017). Maka dari itu, struktur modal haruslah optimal antara utang dan ekuitas. Pendanaan dengan utang maupun ekuitas memiliki keuntungan dan kekurangan masing-masing.

Salah satu contoh perusahaan manufaktur yang menggunakan utang sebagai sumber pendanaannya adalah PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk (JPFA). Pada bulan Maret 2021, “PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk (JPFA) menerbitkan kembali surat utang global (*global bond*) senilai US\$350 juta dengan tingkat kupon 5,375%. Obligasi global ini dalam format *Sustainability-Linked Bond (SLB)* merupakan yang pertama pada industri agribisnis makanan dan penerbitan *SLB* dalam denominasi dolar Amerika Serikat (AS) pertama di Asia Tenggara. Sesuai rencana, hasil bersih dari penerbitan ini akan digunakan untuk membayar kembali surat utang senilai US\$250 juta yang jatuh tempo 2022 dan untuk keperluan umum perusahaan, termasuk namun tidak terbatas pada belanja modal, modal kerja, dan pembiayaan kembali utang. Penerbitan *SLB* memprioritaskan standar lingkungan yang terkait dengan pencapaian Target Kinerja Keberlanjutan (*Sustainability Performance Target/SPT*). Kebijakan ini meminimalisir dampak terkait pencemaran air dari air limbah yang tidak diolah dengan mengurangi potensi eutrofikasi melalui pengelolaan, pengolahan, daur ulang, dan pemanfaatan air limbah. Pada akhirnya, kebijakan ramah lingkungan ini meningkatkan sirkulasi air dan mengurangi pengeluaran air. Dalam *SPT* tersebut, selama 3 tahun 9 bulan ke depan dihitung sejak *SLB* diterbitkan, Japfa akan membangun 8 fasilitas daur ulang air, dari 15 rumah pemotongan hewan di bawah operasi unggasnya. Perseroan juga akan membangun 1 fasilitas daur ulang air di tempat penetasan dalam unit pembiakan unggas” (Firdaus, 2021). Hal ini menunjukkan bahwa PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk (JPFA) menerbitkan obligasi untuk pembiayaan kembali

utang dan menunjang perusahaan karena keterbatasan dana perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasionalnya.

Namun apabila perusahaan memiliki utang yang terlalu tinggi akan meningkatkan risiko dari perusahaan tersebut untuk terjadinya gagal bayar. Salah satu contoh perusahaan manufaktur yang mengalami kepailitan karena gagal dalam mengelola utang dengan baik adalah PT Dwi Aneka Jaya Kemasindo Tbk (DAJK). “Pada bulan November 2017, PT Dwi Aneka Jaya Kemasindo Tbk (DAJK) telah dinyatakan pailit setelah permohonan pembatalan perjanjian damai yang dilakukan oleh PT Bank Mandiri Tbk (BMRI) selaku krediturnya. DAJK dianggap tidak mampu memenuhi kewajibannya dalam perjanjian perdamaian dengan para debiturnya melalui Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (PKPU). Total utang DAJK kepada Bank Mandiri adalah sebesar Rp428 miliar. Angka tersebut termasuk utang pokok, bunga, dan denda pada saat pengajuan PKPU pada tanggal 29 April 2015” (Ipotnews, 2017). “Setelah dinyatakan pailit pada November 2017, PT Dwi Aneka Jaya Kemasindo Tbk (DAJK) dinyatakan *delisting* dari Bursa Efek Indonesia (BEI). Pada laporan keuangan perseroan hingga September 2017, DAJK juga memiliki utang dengan beberapa perbankan lainnya, yaitu utang kepada *Standard Chartered Bank* sebesar Rp262,42 miliar, *Bank Commonwealth* sebesar Rp50,47 miliar, *Citibank N.A* senilai Rp26,62 miliar, serta *Bank Danamon* senilai Rp9,9 miliar” (Bosnia, 2018). Hal ini menunjukkan bahwa PT Dwi Aneka Jaya Kemasindo Tbk (DAJK) menggunakan utang dalam menjalankan operasional perusahaannya, namun perusahaan gagal dalam mengelola utangnya yang berakibat pada perusahaan mengalami kepailitan dan *delisting* dari Bursa Efek Indonesia (BEI).

Modal untuk perusahaan tidak hanya berasal dari utang saja, tetapi juga dapat berasal dari pendanaan internal perusahaan. Salah satu contoh perusahaan manufaktur yang menggunakan pendanaan internal adalah PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk (SIDO). Pada bulan Juli 2019, “PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk (SIDO) mengalokasikan dana hingga Rp150 miliar dari kas internal perusahaan guna menyelesaikan dua proyek yang tengah dikerjakan perseroan sehingga besaran belanja modal tersebut lebih rendah dari tahun lalu.

Dana belanja tersebut tidak disokong dengan penerbitan saham baru (*right issue*) dan penerbitan obligasi, melainkan internal. Hal ini juga didukung dengan pernyataan *Vice President of Finance* Sido Muncul, Irnez Hidayat yang menyatakan bahwa belum adanya rencana untuk melakukan penerbitan saham baru (*right issue*) dan penerbitan obligasi dan mereka juga selalu memberikan dividen kepada investor, terutama karena keuangan mereka baik dan semua *capex* sudah dicadangkan. Total penjualan SIDO sebesar Rp2,76 triliun dari yang sebelumnya Rp2,57 triliun di tahun 2017. Tahun lalu, Sido Muncul mencatat laba naik 24,35% secara tahunan menjadi Rp663,85 miliar dari tahun 2017 Rp533,79 miliar. Lalu, kinerja keuangan SIDO semakin cemerlang dengan tertekannya beban pokok penjualan, dimana pos pembiayaan hanya naik 6,56% YoY menjadi Rp335,61 miliar. Laju pertumbuhan beban pokok penjualan yang lebih rendah dibanding laju pendapatan, bisa diimplikasikan dengan semakin efisiennya perusahaan mengelola biaya produksi. Dengan demikian, SIDO berhasil mencatat laju pertumbuhan laba bersih di kuartal-I 2019 sebesar 23,53% YoY menjadi Rp208,87 miliar, dimana pada kuartal I tahun lalu hanya tercatat Rp169,08 miliar” (Saleh, 2019). Hal ini menunjukkan bahwa PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk (SIDO) menggunakan dana internal dalam menjalankan kegiatan operasional perusahaannya dan masih bisa membagikan dividen kepada para investornya.

Tetapi penggunaan ekuitas sebagai pendanaan internal memiliki kekurangan yaitu dana yang dimiliki perusahaan lebih sedikit dibandingkan menggunakan utang, sehingga perusahaan akan sulit berkembang. Berikut adalah contoh perusahaan manufaktur yang melakukan pinjaman bank karena kekurangan dana internal adalah PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP). “Berdasarkan laporan keuangan per Desember 2020, emiten dengan kode saham ICBP membukukan kenaikan laba sebesar 30,72% secara tahunan menjadi Rp6,58 triliun. Penjualan bersih ICBP pada tahun 2020 tercatat senilai Rp46,64 triliun atau naik 10,27% dari tahun sebelumnya Rp5,03 triliun. Sementara itu, aset perseroan mengalami lonjakan sebesar 167,7% menjadi Rp103,58 triliun pada akhir 2020. Adapun liabilitas mengalami kenaikan 342,5% menjadi Rp53,27 triliun dan ekuitas tumbuh 88,66% menjadi Rp50,31 triliun pada tahun 2020” (Tari, 2021).

Peningkatan liabilitas perusahaan disebabkan oleh utang bank jangka panjang yang meningkat. Hal ini terbukti dari “PT Indofood CBP Sukses Makmur (ICBP) menandatangani perjanjian fasilitas pinjaman sindikasi sebesar USD2,05 miliar atau setara dengan Rp30,28 triliun dengan lima bank asing pada 18 Agustus 2020 untuk jangka waktu 5 tahun. ICBP merupakan produsen mi instan mendapatkan pinjaman Rp30,28 triliun untuk menyelesaikan proses akuisisi *Pinehill Company Limited*” (Oktalia, 2020). Dari berita tersebut dapat dilihat bahwa PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP) memerlukan utang untuk menunjang perusahaan dikarenakan ketidakcukupan dana perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasionalnya.

“Setiap perusahaan memiliki pilihan yang berbeda dalam menentukan pembiayaan modal perusahaan. Perbedaan pilihan tersebut berpengaruh pada struktur modal perusahaan” (Menurut Saleem, et al., 2013 dalam Gunadhi dan Putra, 2019). Oleh karena itu, penentuan struktur modal merupakan masalah yang penting bagi perusahaan karena struktur modal mempunyai dampak yang signifikan terhadap kondisi keuangan perusahaan. Perusahaan perlu melakukan pertimbangan secara matang dalam pemilihan sumber dananya, sehingga dapat memberikan keuntungan bagi perusahaan dalam meningkatkan kinerja perusahaannya. Apabila perusahaan melakukan kesalahan dalam penentuan struktur modal, maka dapat mengakibatkan perusahaan mengalami kemunduran. Struktur modal penting bagi kreditur karena jika suatu perusahaan gagal dalam mengelola utangnya, maka perusahaan tersebut dapat mengalami kepailitan dan gagal melunasi kewajibannya kepada kreditur. Penentuan struktur modal juga penting bagi investor sebagai dasar pengambilan keputusan untuk membeli, mempertahankan, atau menjual kepemilikan saham suatu perusahaan. Investor dapat memutuskan untuk tetap berinvestasi atau tidak dengan melihat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan membagikan dividen.

“Struktur modal adalah proporsi dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan dimana dana yang diperoleh menggunakan kombinasi atau paduan sumber yang berasal dari dana jangka panjang terdiri dari dua sumber utama yakni yang berasal dari dalam dan luar perusahaan” (Rodoni dan Ali, 2010

dalam Lasut, et al., 2018). Menurut Subramanyam (2017), “struktur modal merupakan pendanaan ekuitas dan utang pada perusahaan yang sering diukur dalam hal besaran relatif berbagai sumber pendanaan”. Pada penelitian ini, struktur modal diproksikan dengan menggunakan *Debt to Equity Ratio (DER)*. “*Debt to Equity Ratio (DER)* merupakan rasio yang membandingkan total utang (*liabilities*) perusahaan dengan total ekuitas (*equity*) perusahaan” (Kieso, et al., 2018). “*DER* merupakan suatu rasio keuangan yang menunjukkan proporsi relatif antara ekuitas dan utang yang digunakan untuk membiayai aset perusahaan” (Silanno dan Loupatty, 2021). Apabila *DER* suatu perusahaan rendah artinya perusahaan tersebut lebih banyak menggunakan pendanaan internal yang artinya perusahaan memiliki jumlah utang yang lebih sedikit dibandingkan dengan jumlah ekuitas perusahaan. Sebaliknya, apabila *DER* suatu perusahaan tinggi artinya perusahaan tersebut lebih banyak menggunakan pendanaan eksternal yang artinya perusahaan memiliki jumlah utang yang lebih banyak dibandingkan dengan jumlah ekuitas perusahaan. Struktur modal dipengaruhi oleh berbagai macam faktor. Pada penelitian ini, terdapat 4 faktor yang diperkirakan mempengaruhi struktur modal, yaitu struktur aset, likuiditas, pertumbuhan penjualan, dan kebijakan dividen.

Faktor pertama yang diperkirakan mempengaruhi struktur modal adalah struktur aset. “Struktur aset merupakan proporsi total aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan dengan total aset perusahaan” (Cahyani dan Handayani, 2017). Pada penelitian ini, struktur aset diproksikan dengan *Fixed Asset Ratio (FAR)*. “*FAR* menggambarkan perbandingan antara total aset tetap yang dimiliki perusahaan dengan total aset perusahaan” (Paramitha dan Putra, 2020).

Perusahaan dengan struktur aset yang tinggi menggambarkan proporsi aset tetap mendominasi total aset secara keseluruhan. Dengan proporsi aset tetap yang tinggi, perusahaan dapat memanfaatkan aset tetap yang dimiliki misalnya berupa mesin produksi untuk meningkatkan kapasitas produksi perusahaan. Meningkatnya kapasitas produksi perusahaan menunjukkan semakin banyak barang yang dihasilkan perusahaan. Semakin banyak barang yang dihasilkan perusahaan maka perusahaan dapat melayani *customer* dengan lebih lancar dan cepat karena perusahaan memiliki barang yang cukup untuk memenuhi permintaan *customer*

sehingga dapat meningkatkan penjualan perusahaan. Penjualan perusahaan yang meningkat menunjukkan semakin tinggi pendapatan yang diperoleh perusahaan. Semakin tinggi pendapatan yang diperoleh perusahaan dan diiringi dengan efisiensi biaya, maka semakin tinggi laba yang dihasilkan perusahaan. Contoh efisiensi biaya yang dapat dilakukan adalah memanfaatkan mesin dilengkapi dengan fitur yang dapat merekam semua gerakan manusia untuk melakukan kegiatan produksi, sehingga memungkinkan mesin dapat menggantikan pekerjaan manusia. Dengan adanya fitur tersebut perusahaan dapat mengurangi tenaga kerja sehingga dapat meminimalkan beban gaji karyawan dan beban lain terkait kepegawaian seperti asuransi karyawan, dana pensiun, bonus, dan tunjangan. Semakin banyak laba yang dihasilkan perusahaan akan membuat saldo laba perusahaan menjadi meningkat sehingga ekuitas perusahaan ikut meningkat. Dengan meningkatnya ekuitas yang dimiliki maka perusahaan cenderung lebih banyak menggunakan modal sendiri dalam kegiatan operasionalnya. Sesuai dengan *pecking order theory*, perusahaan dengan dana internal yang cukup akan memanfaatkan dana internal terlebih dahulu sebelum menggunakan utang. Dengan menggunakan sumber dana internal sebagai sumber dana utama untuk operasional perusahaan, maka proporsi ekuitas perusahaan lebih tinggi daripada utang yang menyebabkan nilai *DER* perusahaan menjadi rendah. Sehingga struktur aset berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian dari Septiani dan Suaryana (2018) yang menunjukkan bahwa struktur aset berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Namun berbeda dengan hasil penelitian dari Andayani dan Suardana (2018) yang menunjukkan bahwa struktur aset tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Faktor kedua yang diperkirakan mempengaruhi struktur modal adalah likuiditas. “Likuiditas merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya dalam jangka pendek atau yang segera jatuh tempo” (Septiani dan Suaryana, 2018). Pada penelitian ini, likuiditas diprosikan dengan rasio lancar (*Current Ratio/CR*). “Rasio lancar merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya yang segera jatuh tempo dengan menggunakan total aset lancar yang tersedia” (Hery, 2016).

Perusahaan dengan nilai *CR* yang tinggi artinya perusahaan tersebut memiliki aset lancar yang lebih banyak dibandingkan utang jangka pendeknya, sehingga dapat digunakan oleh perusahaan untuk melunasi kewajiban jangka pendeknya. *CR* yang tinggi juga menunjukkan bahwa perusahaan memiliki *working capital* (modal kerja) yang tinggi juga. “*Working capital* digunakan untuk mengukur likuiditas dan dihitung sebagai pengurang antara aset lancar dengan kewajiban jangka pendek” (Weygandt, et al., 2019). “Modal kerja didefinisikan sebagai modal yang digunakan untuk membiayai operasional perusahaan sehari-hari, terutama memiliki jangka waktu pendek” (Kasmir, 2016). *Working capital* yang dimiliki dapat digunakan untuk mendukung aktivitas operasional perusahaan, seperti membiayai *inventory*. Penggunaan *working capital* tersebut dapat dilakukan perusahaan dengan membeli bahan baku beserta perlengkapannya yang digunakan untuk memproduksi barang jadi yang akan dijual sehingga menambah jumlah *inventory* pada perusahaan. Dengan bertambahnya jumlah *inventory* yang dimiliki perusahaan maka perusahaan dapat melayani *customer* dengan lebih lancar dan cepat karena perusahaan memiliki *inventory* yang cukup untuk memenuhi permintaan *customer* sehingga dapat meningkatkan penjualan perusahaan. Ketika jumlah penjualan perusahaan meningkat mengindikasikan pendapatan perusahaan juga ikut meningkat. Peningkatan pendapatan yang diperoleh perusahaan diiringi dengan efisiensi biaya dapat meningkatkan laba yang dihasilkan perusahaan. Contoh penggunaan biaya yang efisien adalah dengan meningkatkan *inventory turnover*. Dengan melakukan perputaran *inventory* maka perusahaan dapat menghemat biaya penyimpanan *inventory* dan pendapatan bertambah karena melakukan penjualan tersebut. Semakin banyak laba yang dihasilkan perusahaan akan membuat saldo laba perusahaan menjadi meningkat sehingga ekuitas perusahaan ikut meningkat. Dengan meningkatnya ekuitas yang dimiliki maka perusahaan cenderung lebih banyak menggunakan modal sendiri dalam kegiatan operasionalnya. Sesuai dengan *pecking order theory*, perusahaan dengan dana internal yang cukup akan memanfaatkan dana internal terlebih dahulu sebelum menggunakan utang. Dengan menggunakan sumber dana internal sebagai sumber dana utama untuk operasional perusahaan, maka proporsi ekuitas perusahaan lebih tinggi daripada utang yang

menyebabkan nilai *DER* perusahaan menjadi rendah. Sehingga likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian dari Paramitha dan Putra (2020) yang menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Namun berbeda dengan hasil penelitian dari Andayani dan Suardana (2018) yang menunjukkan bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Faktor ketiga yang diperkirakan mempengaruhi struktur modal adalah pertumbuhan penjualan. “Pertumbuhan penjualan merupakan kenaikan jumlah penjualan dari tahun ke tahun atau dari waktu ke waktu” (Kennedy, 2010 dalam Gunadhi dan Putra, 2019). Pada penelitian ini, pertumbuhan penjualan diproksikan dengan *Sales Growth*. “*Sales growth* merupakan perbandingan penjualan tahun ini dikurangi dengan penjualan tahun sebelumnya dibagi dengan penjualan pada tahun sebelumnya” (Paramitha dan Putra, 2020).

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi artinya perusahaan tersebut memiliki jumlah penjualan yang meningkat dari periode sebelumnya. Dalam meningkatkan penjualan perusahaan, manajemen perusahaan perlu merumuskan strategi yang tepat agar barang yang diproduksi dapat diminati oleh masyarakat. Manajemen perusahaan perlu melaksanakan kebijakan yang berkaitan dengan kualitas produk dan pelayanan yang akan diberikan kepada *customer*. Contohnya adalah perusahaan melakukan penjualan suatu produk dengan memberikan pelayanan yang baik seperti menyediakan jasa perbaikan, pengiriman, dan pemberian garansi. Dengan adanya layanan yang disediakan terkait produk yang ditawarkan, maka *customer* akan tertarik untuk membeli produk tersebut sehingga penjualan akan meningkat. Ketika jumlah penjualan perusahaan meningkat mengindikasikan pendapatan perusahaan juga ikut meningkat. Semakin tinggi pendapatan yang diperoleh perusahaan dan diiringi efisiensi biaya, maka akan meningkatkan laba perusahaan. Efisiensi biaya dapat diterapkan pada biaya operasional perusahaan yaitu beban penjualan. Contohnya adalah kegiatan penjualan dilakukan secara *online* tanpa harus membuka toko secara fisik (*offline*) sehingga dapat meminimalkan beban sewa gedung dan beban gaji karyawan. Peningkatan laba perusahaan akan membuat saldo laba perusahaan meningkat

sehingga ekuitas yang dimiliki perusahaan ikut meningkat. Dengan meningkatnya ekuitas yang dimiliki maka perusahaan cenderung lebih banyak menggunakan modal sendiri dalam kegiatan operasionalnya. Sesuai dengan *pecking order theory*, perusahaan dengan dana internal yang cukup akan memanfaatkan dana internal terlebih dahulu sebelum menggunakan utang. Dengan menggunakan sumber dana internal sebagai sumber dana utama untuk operasional perusahaan, maka proporsi ekuitas perusahaan lebih tinggi daripada utang yang menyebabkan nilai *DER* perusahaan menjadi rendah. Sehingga pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian dari Dewiningrat dan Mustanda (2018) yang menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Namun berbeda dengan hasil penelitian Marfuah dan Nurlaela (2017) yang menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Faktor terakhir yang diperkirakan mempengaruhi struktur modal adalah kebijakan dividen. “Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang” (Tarmizi dan Agnes, 2016). Pada penelitian ini, kebijakan dividen diprosikan dengan *Dividend Payout Ratio (DPR)*. “*DPR* merupakan persentase keuntungan per lembar saham yang akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen tunai dari setiap laba yang dihasilkan per lembar saham” (Lie dan Osesoga, 2020). Menurut Weygandt, et al. (2019), “syarat perusahaan membagikan dividen adalah harus memiliki saldo laba (*retained earnings*), memiliki kas yang memadai, dan adanya direksi yang mengumumkan pembagian dividen”.

Perusahaan dengan nilai *DPR* yang tinggi menunjukkan bahwa dividen tunai per lembar saham yang dibagikan perusahaan lebih tinggi dari estimasi laba per saham yang dapat diterima oleh pemegang saham. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa perusahaan memiliki saldo laba yang positif dan kas yang memadai, dimana kedua hal tersebut merupakan syarat perusahaan dalam membagikan dividen. Ketika perusahaan memiliki saldo laba yang positif menunjukkan bahwa

perusahaan mampu menghasilkan laba bagi perusahaan. Hal ini menggambarkan bahwa perusahaan telah mampu menjalankan kegiatan operasionalnya dengan menggunakan modal sendiri. Sesuai dengan *pecking order theory*, perusahaan dengan dana internal yang cukup akan memanfaatkan dana internal terlebih dahulu sebelum menggunakan utang. Dengan menggunakan sumber dana internal sebagai sumber dana utama untuk operasional perusahaan, maka proporsi ekuitas perusahaan lebih tinggi daripada utang yang menyebabkan nilai *DER* perusahaan menjadi rendah. Sehingga kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian dari Laksana dan Widyawati (2016) yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Namun berbeda dengan hasil penelitian dari Setyawati dan Riduwan (2018) menunjukkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang dilakukan oleh Paramitha dan Putra (2020) dengan melakukan beberapa pengembangan sebagai berikut:

1. Penelitian ini menambahkan satu variabel independen, yaitu kebijakan dividen yang mengacu pada penelitian Setyawati dan Riduwan (2018). Penelitian ini tidak menggunakan variabel independen risiko bisnis dari penelitian yang direplikasi karena hasil penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap struktur modal.
2. Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2019, sedangkan penelitian sebelumnya menggunakan perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2016-2019.

Berdasarkan latar belakang permasalahan yang telah dipaparkan, maka ditetapkan judul penelitian **“PENGARUH STRUKTUR ASET, LIKUIDITAS, PERTUMBUHAN PENJUALAN, DAN KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP STRUKTUR MODAL (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2017-2019)”**

1.2 Batasan Masalah

Batasan masalah dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah struktur modal yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio (DER)*.
2. Variabel independen dalam penelitian ini adalah struktur aset yang diproksikan dengan *Fixed Asset Ratio (FAR)*, likuiditas yang diproksikan dengan *Current Ratio (CR)*, pertumbuhan penjualan yang diproksikan dengan *Sales Growth*, dan kebijakan dividen yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio (DPR)*.
3. Objek pada penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017-2019.

1.3 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah dipaparkan, maka dirumuskan pertanyaan atas penelitian ini sebagai berikut:

1. Apakah struktur aset berpengaruh negatif terhadap struktur modal?
2. Apakah likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal?
3. Apakah pertumbuhan penjualan berpengaruh negatif terhadap struktur modal?
4. Apakah kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap struktur modal?

1.4 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris mengenai:

1. Pengaruh negatif struktur aset terhadap struktur modal.
2. Pengaruh negatif likuiditas terhadap struktur modal.
3. Pengaruh negatif pertumbuhan penjualan terhadap struktur modal.
4. Pengaruh negatif kebijakan dividen terhadap struktur modal.

1.5 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Bagi perusahaan

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi perusahaan dengan memberikan informasi mengenai struktur modal agar perusahaan dapat menentukan proporsi struktur modal yang optimal bagi perusahaan.

2. Bagi investor

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi para investor sebagai sumber informasi mengenai struktur modal yang dapat dijadikan bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi terhadap suatu perusahaan.

3. Bagi kreditur

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi kreditur dengan memberikan gambaran struktur modal pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), sehingga dapat membantu proses pengambilan keputusan untuk memberikan pinjaman terhadap suatu perusahaan.

4. Bagi peneliti selanjutnya

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi peneliti selanjutnya yang memiliki minat untuk melakukan penelitian sejenis sebagai sumber dan bahan referensi di masa mendatang.

5. Bagi peneliti

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi peneliti sebagai studi akademis dan menambah pengetahuan mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal.

1.6 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan dalam penelitian ini sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini membahas mengenai latar belakang dari penelitian, batasan masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II LANDASAN TEORI

Bab ini membahas mengenai teori yang berkaitan dengan struktur modal sebagai variabel dependen, teori variabel-variabel

independen, yaitu struktur aset, likuiditas, pertumbuhan penjualan, dan kebijakan dividen, serta hubungan setiap variabel independen dengan variabel dependen, pengembangan hipotesis dari masing-masing variabel, dan model penelitian.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini berisi tentang gambaran umum objek penelitian, metode penelitian, variabel penelitian, metode pengumpulan data, teknik pengambilan sampel, metode analisis data yang menggunakan uji statistik deskriptif, uji normalitas, uji asumsi klasik (uji multikolonieritas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas), dan pengujian hipotesis dengan metode analisis regresi berganda, koefisien regresi, koefisien determinasi, uji signifikansi simultan (uji statistik F), dan uji signifikansi parameter individual (uji statistik t).

BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Bab ini membahas hasil-hasil dari penelitian yang telah dilakukan, dari tahap analisis data, pemilihan objek, hingga hasil pengujian hipotesis dan implementasinya yang pada akhirnya akan menjawab permasalahan pada rumusan masalah.

BAB V SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini berisi simpulan dan saran yang didasarkan pada hasil penelitian yang telah dilakukan.

