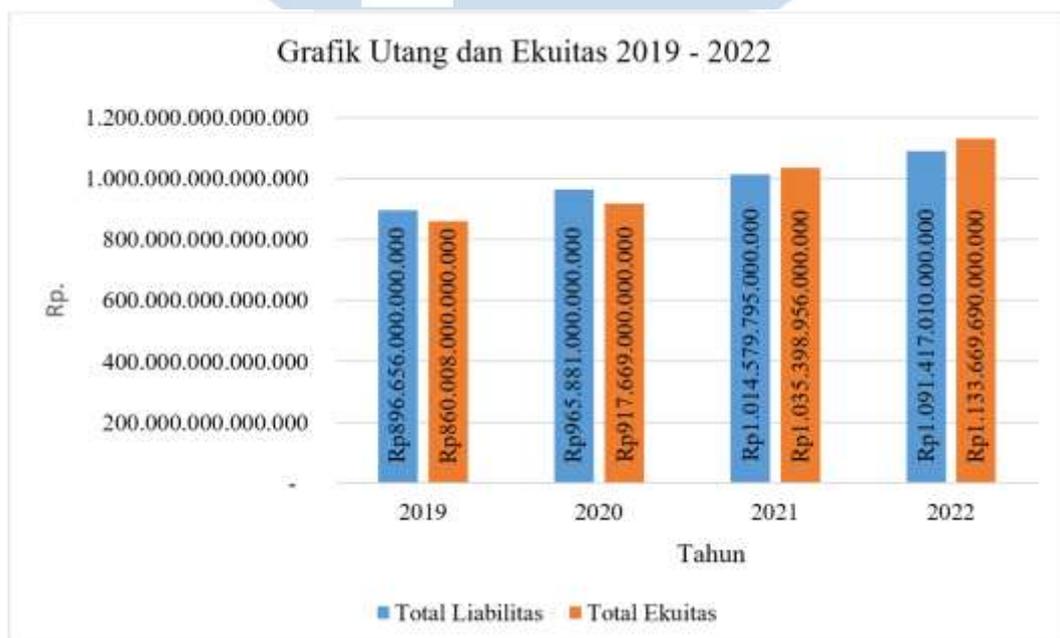


BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Struktur modal merupakan komposisi sumber pendanaan yang digunakan oleh suatu perusahaan untuk membiayai kegiatan operasionalnya. Struktur modal terdiri dari dua komponen utama sumber pendanaan yaitu sumber pendanaan internal (*internal financing*) dan sumber pendanaan eksternal (*external financing*). Sumber pendanaan internal dapat berasal dari penanaman modal pemegang saham dan *retained earning* perusahaan, sedangkan sumber pendanaan eksternal dapat berasal dari utang. Penentuan proporsi struktur modal yang optimal merupakan keputusan strategis yang berdampak pada kinerja jangka panjang dan pertumbuhan perusahaan. Hal ini terjadi pada perusahaan manufaktur dengan kondisi struktur modal selama periode tahun 2019 – 2022 sebagai berikut:



Gambar 1. 1 Grafik utang dan ekuitas Tahun 2019-2022

Sumber: IDX statistic

Berdasarkan Gambar 1.1 terlihat perubahan kebijakan penentuan struktur modal yang dilakukan perusahaan manufaktur yaitu pada tahun 2019–2020 perusahaan manufaktur lebih banyak memilih menggunakan utang. Sementara di

tahun 2021–2022 perusahaan manufaktur memutuskan untuk lebih banyak menggunakan ekuitas dalam struktur modalnya.

Berdasarkan Gambar 1.1 pada tahun 2019 perusahaan manufaktur lebih banyak menggunakan liabilitas sebesar Rp896.656.000.000.000 dibandingkan ekuitas yang lebih rendah sebesar 4,09%. Tahun 2020 perusahaan manufaktur melanjutkan tren penggunaan liabilitas sebesar Rp965.881.000.000.000 lebih tinggi 4,99% dibandingkan dengan ekuitas. Keputusan ini diambil karena pada masa pandemi Covid-19, Bank Indonesia menurunkan suku bunga acuan Bank Indonesia yang dilakukan dengan mempertimbangkan rendahnya tekanan inflasi, menjaga stabilitas eksternal, dan perlunya mendorong pertumbuhan ekonomi di Indonesia (Pangastuti, 2020). Menurunnya suku bunga acuan Bank Indonesia berdampak pada penurunan suku bunga dipasar uang, suku bunga kredit, hingga penurunan *yield* obligasi surat utang pemerintah. Berikut merupakan perkembangan suku bunga acuan Bank Indonesia periode 2019-2022:

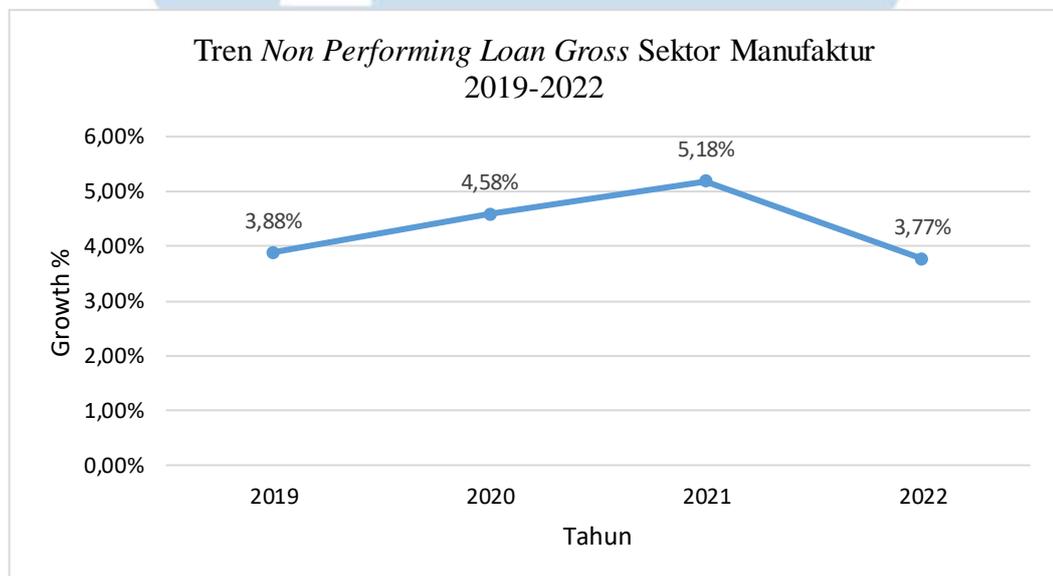


Gambar 1. 2 Suku bunga acuan Bank Indonesia

Sumber: Bank Indonesia

Berdasarkan Gambar 1.2 suku bunga acuan Bank Indonesia mengalami tren penurunan dari bulan Januari 2019 hingga berada dititik terendah pada Februari 2021 sebesar 3,50%. Kebijakan penurunan suku bunga mulanya dilakukan untuk

memberi kelonggaran dan kemudahan bagi perusahaan untuk pelunasan utang dan pinjaman kredit. Disisi lain menurunnya suku bunga membuka peluang yang dapat dimanfaatkan oleh perusahaan manufaktur untuk memperoleh utang sebagai sumber pendanaan dengan pembayaran bunga kredit yang kecil dan terbukti dari besarnya penggunaan utang pada tahun 2020. Namun penggunaan utang yang tinggi dapat meningkatkan risiko kredit perusahaan manufaktur. Menurut Surat Edaran Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia Nomor 24/SEOJK.03/2021, “risiko kredit adalah risiko akibat kegagalan debitur dan/atau pihak lain dalam memenuhi kewajiban kepada bank”. *Non-Performing Loan (NPL)* merupakan salah satu rasio keuangan yang mencerminkan risiko kredit dan didefinisikan sebagai pinjaman yang mengalami kesulitan pelunasan atau kredit macet pada bank. Berikut merupakan tren *NPL Gross* berdasarkan sektor ekonomi tahun 2019-2022:

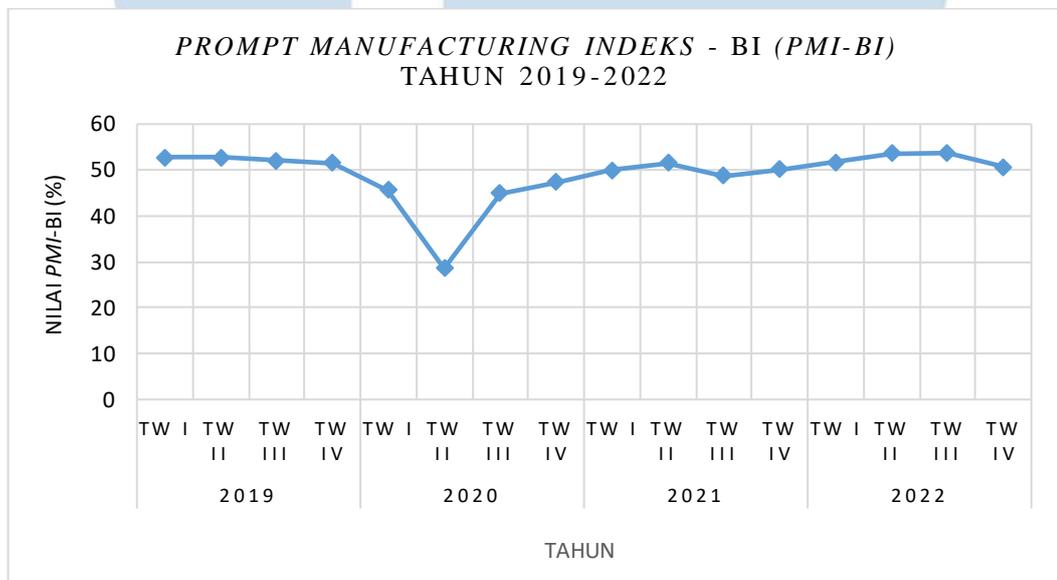


Gambar 1. 3 Tren *NPL Gross* Sektor Manufaktur 2019-2022

Sumber: Laporan Profil Industri Perbankan, data diolah

Berdasarkan Gambar 1.3 penambahan penggunaan liabilitas pada tahun 2020, nilai *NPL Gross* sektor manufaktur mengalami peningkatan menjadi 4,58% dari tahun 2019. Meningkatnya kredit macet pada tahun 2020 dapat menggambarkan bahwa perusahaan manufaktur tidak memiliki kemampuan untuk menyelesaikan kewajibannya. Kemampuan perusahaan manufaktur dalam melunasi kreditnya dapat dinilai melalui “*Prompt Manufacturing Indeks – BI (PMI-*

BI), merupakan sebuah komposit indikator yang dibuat untuk menyediakan gambaran umum mengenai kondisi sektor industri di Indonesia berdasarkan hasil Survei Kegiatan Dunia Usaha (SKDU). Terdapat lima indeks dalam Indeks *PMI-BI* yaitu volume pesanan barang input, volume produksi (*output*), ketenagakerjaan, kecepatan waktu pengiriman dari pemasok, dan volume persediaan. Hasil perhitungan *PMI-BI* merupakan hasil *pre-assessment* dari *benchmarking Purchasing Manager Indeks (PMI)* yang telah dilakukan beberapa negara. Indeks diatas 50 memberikan sinyal ekspansi usaha sedangkan dibawah 50 memberikan sinyal adanya kontraksi” (Bank Indonesia, 2023). Berikut merupakan grafik *PMI-BI* tahun 2019-2022:



Gambar 1. 4 *Prompt Manufacturing Index - BI (PMI-BI)* Tahun 2019-2022

Sumber: Bank Indonesia, data diolah

Gambar 1.4 menunjukkan bahwa grafik *PMI-BI* mengalami tren penurunan di tahun 2019 hingga tahun 2020 terutama pada triwulan II. Penurunan terjadi sebagai dampak munculnya pandemi Covid-19 di Indonesia. Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB) merupakan salah satu upaya pemerintah Republik Indonesia untuk menekan laju penularan dan penyebaran kasus Covid-19 di Indonesia, namun berlakunya PSBB menjadi sebab menurunnya daya beli masyarakat (Gareta, 2020). Menurunnya daya beli masyarakat mengindikasikan bahwa pada tahun 2020 perusahaan sektor manufaktur mengalami kontraksi karena

ketidakseimbangan produksi dan permintaan, sehingga berdampak pada penurunan kinerja penjualan dan laba perusahaan. Akibatnya risiko kredit macet perusahaan manufaktur menjadi tinggi.

Namun berdasarkan Gambar 1.1 tahun 2021 perusahaan manufaktur mengubah kebijakan struktur modalnya dengan menambah penggunaan ekuitas lebih besar dibandingkan dengan penambahan liabilitas sebesar Rp1.035.398.956.000.000. Perubahan kebijakan perusahaan manufaktur untuk menggunakan ekuitas tidak membuat nilai *NPL Gross* perusahaan manufaktur menurun. Terlebih pada tahun 2021 nilai suku bunga mencapai titik terendah sebesar 3,5% yang seharusnya dapat mempermudah perusahaan manufaktur untuk melunasi utangnya justru bertolak belakang dengan Gambar 1.3 yang menunjukkan bahwa nilai *NPL Gross* justru meningkat menjadi 5,18% sekaligus menjadi nilai *NPL* tertinggi selama tahun 2019-2022. Disamping itu kinerja perusahaan manufaktur pada tahun 2021 mulai membaik dengan rata-rata mencapai angka 50 yang menandakan adanya indikasi pertumbuhan permintaan masyarakat dan peningkatan kinerja operasional perusahaan manufaktur. Walaupun kebijakan penurunan suku bunga Bank Indonesia masih diberlakukan dan adanya kenaikan kinerja operasional, perusahaan manufaktur pada tahun 2021 tidak menunjukkan kemampuan yang memadai untuk melunasi kewajibannya.

Berbeda dengan tahun 2022, perusahaan manufaktur tetap melanjutkan kebijakan struktur modalnya dengan lebih banyak menggunakan ekuitas dibandingkan dengan liabilitas. Pada tahun 2022 rata-rata nilai *PMI-BI* berada pada fase ekspansi. “Kementerian Perindustrian Republik Indonesia menyebutkan hasil survei IHS Markit menunjukkan peningkatan *Purchasing Manager Indeks (PMI)* di Indonesia disebabkan oleh pelonggaran pembatasan sosial di berbagai wilayah di Indonesia karena semakin menurunnya kasus Covid-19. Pelonggaran pembatasan sosial memicu kembali *demand* masyarakat sehingga mendukung tumbuhnya aktivitas perekonomian” (Kementerian Perindustrian Republik Indonesia, 2021). Meningkatnya *demand* masyarakat dapat mengindikasikan pertumbuhan produktivitas perusahaan untuk memenuhi permintaan konsumen sehingga dapat meningkatkan pendapatan dan laba yang diperoleh perusahaan,

yang nantinya dapat digunakan untuk kegiatan operasional, investasi, maupun melunasi utang perusahaan. Kinerja perusahaan yang meningkat tercerminkan dalam tren *NPL Gross* perusahaan manufaktur yang menurun hingga 3,77%. Menurunnya rasio *NPL Gross* mengindikasikan meningkatnya kemampuan perusahaan dalam melunasi kredit.

Berdasarkan keempat data pada Gambar 1.1, 1.2, 1.3, dan 1.4 dapat disimpulkan bahwa kebijakan struktur modal merupakan hal yang penting karena menyangkut keberhasilan keberlangsungan hidup perusahaan manufaktur terutama ketika kondisi perekonomian mengalami ketidakpastian. Melalui struktur modal, kinerja operasional, kemampuan perusahaan melunasi kewajibannya, dan risiko dalam kebijakan struktur modal dapat dianalisis. Keberhasilan perusahaan manufaktur dalam menentukan struktur modal yang tepat menjadi salah satu bukti bahwa struktur modal penting untuk diteliti. Struktur modal merupakan keputusan yang harus dihadapi oleh perusahaan. Menurut Saleem *et al.* (2013) dalam Gunadhi & Putra (2019) “setiap perusahaan memiliki pilihan yang berbeda dalam menentukan pembiayaan modal perusahaan. Perbedaan pilihan tersebut berpengaruh pada struktur modal perusahaan”. Melalui keputusan struktur modal yang optimal perusahaan dapat menekan biaya modal (*cost of capital*), meningkatkan efisiensi keuangan, menambah daya tarik bagi investor, melakukan ekspansi bisnis dan mendorong analisis serta pengelolaan risiko keuangan perusahaan. Bagi para kreditor, struktur modal dapat digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menyelesaikan kewajibannya dan meminimalisir terjadinya gagal bayar karena pengelolaan perusahaan yang kurang tepat terhadap kewajiban. Struktur modal menjadi penting bagi investor karena dapat digunakan sebagai dasar pertimbangan untuk melakukan investasi, dan investor dapat meninjau kelayakan investasi perusahaan dengan penghasilan laba dan pembagian dividen.

Salah satu perusahaan manufaktur yang menggunakan sumber pendanaan utang adalah PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk (ICBP), yang melakukan pinjaman sindikasi sebesar US\$2,05 miliar untuk membiayai akuisisi Pinehill Company Ltd pada Agustus 2020 (Situmorang, 2020b). Perusahaan menyebutkan

bahwa wilayah *middle east* memiliki potensi pasar dua kali lebih besar dari Indonesia. Potensi pasar yang besar membuat perusahaan ICBP lebih agresif untuk memasarkan produknya ke kawasan timur tengah dan menambah pangsa pasar secara global (Situmorang, 2020a). Setelah mengakuisisi Pinehill kinerja ICBP mengalami peningkatan yang terlihat dari penjualan bersih ICBP sepanjang tahun 2020 meningkat sebesar 10,3%, sedangkan laba bersih ICBP melesat naik sebesar 30,7% (H. K. Dewi, 2021). Akuisisi Pinehill menyebabkan nilai *Debt to Equity Ratio (DER)* perusahaan ICBP meningkat pada tahun 2020 sebesar 1,05 dibandingkan tahun 2019 dengan nilai *DER* sebesar 0,45. Namun strategi ICBP untuk mengakuisisi Pinehill membuahkan hasil dengan meningkatnya penjualan mie instan di daerah Timur tengah dan Afrika hingga 121,1% (Dirgantara, 2021).

Penggunaan utang yang tinggi akan diiringi dengan timbulnya biaya keuangan yang tinggi pula. Biaya keuangan yang tinggi dapat mempengaruhi besar kecilnya laba yang dimiliki oleh perusahaan. PT Indofood CBP Sukses Makmur menerbitkan obligasi global (*global bond*) sebesar US\$1,75 miliar di Bursa Efek Singapura (SGX) untuk membiayai pembayaran kembali sebagian pinjaman bank sehubungan dengan akuisisi Pinehill Company Ltd. “Obligasi global yang diterbitkan ICBP terdiri dari dua seri, yaitu obligasi global 2031 sebesar US\$1,15 miliar bertenor 10 tahun dengan suku bunga tetap 3,39% per tahun. Sementara itu obligasi global 2051 sebesar US\$600 juta bertenor 30 tahun dengan suku bunga tetap sebesar 4,74% per tahun” (Nurhaliza, 2021). Penerbitan obligasi global oleh ICBP berefek pada meningkatnya nilai *DER* perusahaan tahun 2021 menjadi 1,15 yang mulanya 1,05 di tahun 2020.

Besarnya utang ICBP berakibat pada besarnya beban keuangan yang ditanggung perusahaan periode Januari sampai dengan September 2022 sebesar Rp4,25 triliun. Biaya keuangan yang muncul meningkat sebesar 221,35% daripada periode yang sama tahun 2021” (CNBC Indonesia, 2023). “Peningkatan beban keuangan utamanya dipicu oleh bertambahnya beban yang timbul dari selisih rugi nilai tukar mata uang asing (kurs valas) dari aktivitas pendanaan” (Timorria, 2022). “Ketika perusahaan menerbitkan obligasi dalam bentuk mata uang dolar, maka perusahaan akan membeli dolar untuk melunasi obligasi tersebut, permintaan itu

turut meningkatkan nilai dolar. Ketika perusahaan memutuskan menjual mata uang Rupiah untuk membeli dolar, akan menyebabkan mata uang Rupiah menjadi turun. Hal tersebut berakibat pada biaya meminjam uang yang lebih mahal karena untuk membeli dolar akan membutuhkan mata uang Rupiah lebih banyak” (BBC News Indonesia, 2022). “Jumlah biaya keuangan pada tahun 2022, hampir sama dengan beban penjualan dan distribusi yakni sebesar Rp5,3 triliun. Padahal pada tahun 2022 Indofood memiliki performa yang baik terlihat dari laba usaha yang meningkat 8,24% dibandingkan periode sebelumnya, tapi beban keuangan yang tinggi membuat laba pada periode Januari sampai dengan September 2022 turun sebesar 33,41% dibandingkan pada periode yang sama di tahun 2021 (CNBC Indonesia, 2023). Sehingga ketika perusahaan memilih pendanaan melalui utang dalam jumlah yang besar terutama dalam bentuk mata uang asing, perusahaan perlu mempertimbangkan faktor lain seperti kondisi politik, kondisi ekonomi dan keuangan negara lain, dari kondisi yang muncul menjadi tantangan bagi perusahaan untuk dapat mengelola risiko dan memiliki manajemen yang tepat terhadap utang dan dapat meminimalisir efeknya terhadap laba perusahaan.

Selain itu perusahaan yang menggunakan sumber pendanaan eksternal, perlu memperhatikan pengelolaan dan penempatan utang untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Kesalahan dalam pengelolaan dan penempatan penggunaan utang berefek pada keberlangsungan perusahaan. “Saat ini PT Sri Rejeki Isman Tbk, telah memasuki bulan ke-27 sejak perdagangan sahamnya di hentikan pada 18 Mei 2022” (Aprilia, 2023). “Suspensi tersebut dilakukan akibat SRIL yang tidak memenuhi kewajiban pembayaran kupon dan pokok surat utang jangka menengah atau *Medium Term Note (MTN)*. Sritex tercatat memiliki *MTN* Tahap III tahun 2018 sebesar US\$25 juta, dengan tingkat suku bunga 5,8% per tahun yang dibayarkan setiap enam bulan sekali. Namun Sritex mengalami gagal bayar dan berstatus Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (PKPU)” (Wareza, 2021). “BEI mengumumkan SRIL menjadi emiten dengan potensi *delisting* pada Mei 2023. Pada semester I 2023, laporan keuangan SRIL menunjukkan adanya defisiensi modal senilai US\$859,05 juta atau setara dengan Rp12,9 triliun. Kondisi ini berlangsung saat jumlah utang/liabilitas perseroan lebih besar dari asetnya. Hingga

30 Juni 2023, nilai liabilitas yang ditanggung perseroan mencapai US\$1,59 miliar, sedangkan asetnya hanya sebesar US\$707,43 juta. SRIL mengalami kerugian komprehensif sebesar US\$78,03 juta, sehingga mengakibatkan akumulasi defisit sebesar US\$1,06 miliar, dan defisiensi modal US\$859,05 juta” (Maghiszha, 2023). “SRIL memiliki masalah kesehatan keuangan akibat penggunaan utang yang menggunung. Dengan kondisi defisit modal, mencerminkan Sritex berada di ambang kebangkrutan karena jika utang masuk masa jatuh tempo SRIL tidak dapat membayar bahkan ketika menjual aset pun tidak mampu menutupi semua utang” (Aprilia, 2023).

Selain menggunakan utang, perusahaan juga dapat menggunakan dana internal sebagai sumber pendanaannya. PT Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk membukukan kenaikan penjualan 11% menjadi Rp3,07 triliun pada laporan keuangan konsolidasian tahun 2019. Sedangkan dari sisi laba bersih, SIDO juga tampak sehat dengan kenaikan sebesar 21,67% menjadi Rp807,69 miliar tanpa catatan utang. Perusahaan menyebutkan bahwa SIDO merupakan perusahaan dengan kas yang kaya, sehingga tidak membutuhkan dana dari bank karena kasnya cukup untuk mendanai perusahaan sendiri (Situmorang, 2020c). SIDO sebagai perusahaan yang menggunakan dana internal tercermin dari nilai *DER* perusahaan tahun 2019 sebesar 0,15. Keberhasilan kinerja SIDO tanpa menggunakan utang pada tahun 2019, membuat SIDO melanjutkan kebijakan yang sama dengan tidak menggunakan utang di tahun 2020. Kebijakan SIDO berhasil kembali di tahun 2020 yang tercermin dengan kenaikan penjualan 8,82% sedangkan laba bersih meningkat 15,64% dari tahun 2019 (Fadillah, 2021).

Berdasarkan kasus-kasus yang telah dipaparkan, terlihat bahwa struktur modal berdampak penting terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena pentingnya hal tersebut maka dalam penelitian ini, diteliti faktor-faktor yang diperkirakan dapat mempengaruhi penentuan struktur modal perusahaan. Faktor-faktor yang diperkirakan mempengaruhi struktur modal adalah struktur aset, likuiditas, risiko bisnis, dan *cash holding*.

Faktor pertama yang dipertimbangkan mempengaruhi struktur modal adalah struktur aset. Struktur aset adalah penentuan besaran alokasi aset lancar dan

aset tetap dalam total aset perusahaan (Pratama & Susanti, 2019). “Struktur aset dinilai menggunakan *Fixed Asset Ratio (FAR)*. *FAR* merupakan proporsi antara aset tetap terhadap total aset perusahaan” (Paramitha & Putra, 2020). Nilai struktur aset yang tinggi menunjukkan bahwa komposisi aset tetap lebih besar dalam total aset perusahaan. Proporsi aset tetap yang tinggi seperti mesin otomatisasi dapat dimanfaatkan perusahaan untuk meningkatkan kapasitas produksinya. Meningkatnya kapasitas produksi perusahaan menunjukkan semakin banyak pula produk atau barang yang dapat dihasilkan oleh perusahaan tersebut. Semakin banyak barang yang dihasilkan maka perusahaan dapat melayani *customer* dengan lebih cepat karena perusahaan memiliki *inventory* yang cukup untuk memenuhi permintaan *customer* sehingga dapat meningkatkan jumlah penjualan perusahaan. Penjualan yang meningkat juga menunjukkan semakin tinggi pendapatan yang diperoleh perusahaan. Semakin tinggi pendapatan yang diiringi dengan efisiensi biaya akan meningkatkan laba yang dihasilkan perusahaan. Melalui teknologi mesin otomatisasi perusahaan dapat melakukan efisiensi biaya dengan mengurangi jumlah jam kerja karyawan dalam kegiatan produksi, sehingga beban gaji karyawan menjadi berkurang. Semakin banyak laba yang dapat dihasilkan oleh perusahaan akan membawa efek positif bagi saldo laba dan ekuitas perusahaan semakin meningkat. Dengan meningkatnya ekuitas yang dimiliki maka perusahaan akan cenderung untuk menggunakan modal sendiri dalam kegiatan operasionalnya. Sesuai dengan *pecking order theory* yang menjelaskan bahwa perusahaan dengan dana internal yang cukup akan membiayai kegiatan operasionalnya dengan dana internal terlebih dahulu sebelum menggunakan utang. Perusahaan yang menggunakan sumber dana utama melalui pendanaan internal menandakan proporsi ekuitas perusahaan lebih tinggi dibandingkan dengan utang, sehingga nilai *DER* perusahaan menjadi rendah. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian dari Rahmawati & Sapari (2021), yang menunjukkan bahwa struktur aset berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Namun penelitian dari Gunadhi & Putra (2019), menunjukkan hasil yang berbeda bahwa struktur aset berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Faktor kedua yang diduga berpengaruh terhadap struktur modal adalah likuiditas. Menurut Weygandt *et al.* (2019), “likuiditas mengukur kemampuan jangka pendek perusahaan untuk membayar kewajiban yang jatuh tempo dan untuk memenuhi kebutuhan kas yang tidak terduga”. Pengukuran likuiditas pada penelitian ini diproksikan dengan rasio lancar (*current ratio*). *Current ratio* merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan aset lancar perusahaan dalam melunasi kewajiban lancarnya (Lilia *et al.*, 2020). Perusahaan yang memiliki nilai *current ratio* tinggi menandakan bahwa perusahaan memiliki kemampuan untuk melunasi utang jangka pendeknya menggunakan aset lancar. Sehingga nilai *current ratio* yang tinggi dapat diartikan sebagai jumlah *current asset* yang lebih besar dibandingkan dengan *current liabilities*. Jika aset lancar yang dimiliki oleh perusahaan lebih tinggi daripada kewajiban lancar, maka mengindikasikan perusahaan memiliki nilai *working capital* yang tinggi. “*Working capital* digunakan untuk mengukur likuiditas dan dihitung sebagai pengurang antara aset lancar dengan kewajiban jangka pendek” (Weygandt *et al.*, 2019). Nilai *working capital* yang tinggi misalnya akan kas dapat digunakan oleh perusahaan untuk membeli bahan baku yang lebih berkualitas. Bahan baku yang berkualitas akan menghasilkan produk berkualitas tinggi pula, sehingga dari hasil produk yang berkualitas tinggi akan meningkatkan ketertarikan konsumen untuk membeli produk. Meningkatnya ketertarikan konsumen mengindikasikan meningkatnya penjualan dan pendapatan perusahaan. Dengan meningkatnya ketertarikan konsumen untuk membeli produk, perusahaan dapat mengefisiensikan biaya *carrying cost* persediaan seperti biaya *insurance*, sewa gudang, dan biaya yang muncul karena kerusakan *inventory*. Meningkatnya laba yang dihasilkan perusahaan berefek pada bertambahnya saldo laba perusahaan, sehingga ekuitas perusahaan juga ikut meningkat. Dengan meningkatnya ekuitas yang dimiliki perusahaan, maka perusahaan akan cenderung lebih banyak menggunakan modal sendiri dalam kegiatan operasionalnya. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* ketika perusahaan memiliki dana internal yang cukup, maka perusahaan cenderung akan memanfaatkan dana internal terlebih dahulu sebagai sumber pendanaan sebelum menggunakan utang. Dengan menggunakan dana internal sebagai sumber pendanaan untuk operasional

perusahaan, mengindikasikan bahwa proporsi ekuitas perusahaan lebih tinggi daripada proporsi utang, sehingga menyebabkan nilai *DER* perusahaan menjadi rendah. Maka dari itu likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hasil penelitian Rahmawati & Sapari (2021) menunjukkan kesesuaian bahwa likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal, berbeda dengan hasil penelitian dari Adhitya & Santioso (2020) yang menunjukkan bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Faktor ketiga dalam penelitian ini adalah risiko bisnis. “Risiko bisnis merupakan suatu risiko atau ketidakpastian kemampuan perusahaan dalam membiayai operasionalnya sehingga berdampak pada ketidakpastian kemampuan perusahaan menciptakan *earning*” (Kusuma & Eforis, 2020). Risiko bisnis dalam penelitian ini diproksikan dengan *degree operating leverage (DOL)*. “*DOL* digunakan untuk mengukur tingkat sensitivitas perubahan penjualan terhadap perubahan *EBIT*” (Setiawan *et al.*, 2019). *Degree operating leverage* yang tinggi menunjukkan sensitivitas perubahan penjualan perusahaan yang besar terhadap perubahan laba. Hal ini mengindikasikan bahwa ketika perusahaan mengalami sedikit saja perubahan penjualan dapat menyebabkan perubahan yang tinggi terhadap persentase perubahan *EBIT*. “Perubahan penjualan yang tinggi dapat disebabkan dua faktor yaitu perubahan volume penjualan dan perubahan harga penjualan” (Robinson *et al.*, 2020). Perubahan penjualan yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan mengalami pertumbuhan penjualan dari tahun sebelumnya dan mengindikasikan meningkatnya pendapatan perusahaan. Pada perusahaan yang memiliki nilai *DOL* tinggi perlu dilakukan efisiensi biaya seperti, menggunakan *outsourcing logistic*. Dengan menggunakan layanan *outsourcing logistic* perusahaan dapat menghemat biaya pembelian aset tetap seperti kendaraan, biaya pembangunan armada distribusi, biaya *maintenance* kendaraan, dan biaya penyusutan kendaraan. Namun proses distribusi atau pengiriman penjualan perusahaan tetap dapat dijalankan. Disisi lain, perusahaan perlu mempertimbangkan ketika menggunakan *outsourcing logistic* juga memungkinkan perusahaan untuk lebih fokus pada *core* perusahaan, alokasi pendanaan dapat dominan digunakan untuk mengembangkan bisnis dan dengan *outsourcing logistic*

meningkatkan fleksibilitas perusahaan dan dapat mengurangi risiko dalam proses distribusi. Pendapatan yang tinggi dengan efisiensi biaya berdampak pada semakin besarnya laba (*EBIT*) yang dihasilkan perusahaan sehingga akan meningkatkan saldo laba perusahaan. Saldo laba meningkat mengindikasikan ekuitas perusahaan ikut meningkat. Ekuitas meningkat maka perusahaan akan cenderung menggunakan dana internal terlebih dahulu sebelum menggunakan utang. Hal ini sesuai dengan *pecking order theory* yang menyebutkan bahwa perusahaan dengan dana internal yang cukup akan menggunakan dana internal terlebih dahulu untuk membiayai operasional perusahaannya. Penggunaan ekuitas sebagai sumber pendanaan perusahaan menunjukkan bahwa proporsi ekuitas perusahaan lebih tinggi dibandingkan dengan utang, sehingga nilai *DER* menjadi rendah. Maka dari itu risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian dari Cahyono & Fitria (2022) yang menyatakan bahwa risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Berbeda halnya dengan hasil penelitian dari Setiawati & Veronica (2020) yang menyatakan bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Faktor keempat yang diduga mempengaruhi struktur modal adalah *cash holding*. “*Cash holding* merupakan keputusan keuangan yang berhubungan dengan jumlah kas yang dimiliki oleh perusahaan” (Banuray, 2022). “*Cash holding* merupakan rasio yang menggambarkan proporsi antara kas dan setara kas terhadap total aset perusahaan” (Sugiharto *et al.*, 2022). Nilai *cash holding* yang tinggi menunjukkan bahwa kas dan setara kas memiliki komposisi yang besar dalam total aset perusahaan. Proporsi kas dan setara kas yang tinggi dapat digunakan oleh perusahaan untuk membeli bahan baku. Bahan baku bertambah mengindikasikan bahwa *inventory* perusahaan juga meningkat. Dengan kapasitas persediaan yang cukup perusahaan dapat memenuhi permintaan konsumen dengan cepat. Semakin banyak permintaan yang dipenuhi akan meningkatkan penjualan perusahaan, yang juga mencerminkan pendapatan perusahaan meningkat. Pendapatan yang meningkat diiringi dengan efisiensi beban maka akan meningkatkan laba yang diperoleh perusahaan. Perusahaan dengan kas dan setara kas yang tinggi dapat melunasi pembelian bahan bakunya dalam periode diskon, seperti *credit terms 2/10*

yang artinya perusahaan sebagai pembeli akan mendapatkan potongan harga pembelian (*purchase discount*) sebesar 2%, jika pelunasan dilakukan dalam jangka waktu 10 hari. Dari potongan harga pembelian yang didapatkan maka perusahaan dapat menurunkan harga pokok penjualan dan berefek pada biaya produksi yang semakin rendah. Semakin besar laba yang dapat dihasilkan oleh perusahaan akan berdampak pada kenaikan saldo laba dan ekuitas perusahaan. Dengan meningkatnya ekuitas yang dimiliki perusahaan, maka perusahaan akan cenderung untuk menggunakan modal sendiri dalam kegiatan operasionalnya. Sejalan dengan *pecking order theory* yang menjelaskan bahwa perusahaan dengan dana internal yang cukup akan menggunakan sumber dana internal terlebih dahulu sebelum menggunakan utang. Perusahaan yang menggunakan sumber dana utama melalui dana internal mencerminkan proporsi ekuitas lebih tinggi dibandingkan dengan utang, sehingga nilai *DER* perusahaan menjadi rendah. Maka dari itu *cash holding* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian dari Sugiharto *et al.* (2022) yang menunjukkan bahwa *cash holding* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Namun penelitian dari Daniel (2020) menunjukkan hasil yang berbeda bahwa *cash holding* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang dilakukan oleh Rahmawati & Sapari (2021) dengan melakukan beberapa pengembangan sebagai berikut:

1. Penelitian ini tidak meneliti kembali variabel independen ukuran perusahaan dan profitabilitas. Variabel ukuran perusahaan tidak diteliti kembali karena dalam pengukuran variabel tersebut memiliki komponen yang sama dengan variabel struktur aset. Sedangkan variabel profitabilitas tidak diteliti kembali dalam penelitian ini, karena berdasarkan hasil penelitian Rahmawati & Sapari (2021) profitabilitas tidak berpengaruh terhadap struktur modal.
2. Penelitian ini menambahkan dua variabel independen, yaitu risiko bisnis yang mengacu pada penelitian Setiawati & Veronica (2020) dan *cash holding* yang mengacu pada penelitian Sugiharto *et al.* (2022).

3. Objek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2019 – 2022, sedangkan penelitian sebelumnya menggunakan perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2015-2019.

Berdasarkan latar belakang yang telah dipaparkan, maka ditetapkan judul penelitian **“PENGARUH STRUKTUR ASET, LIKUIDITAS, RISIKO BISNIS DAN CASH HOLDING TERHADAP STRUKTUR MODAL (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2019-2022)”**.

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)*, risiko bisnis yang diproksikan dengan *Degree of Operating Leverage (DOL)*, dan *Cash Holding (CH)*
3. Objek pada penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2019-2022.

1.3 Rumusan Masalah

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

1. Apakah struktur aset yang diproksikan dengan *Fixed Asset Ratio (FAR)* berpengaruh negatif terhadap struktur modal (*DER*)?
2. Apakah likuiditas yang diproksikan dengan *Current Ratio (CR)* berpengaruh negatif terhadap struktur modal (*DER*)?
3. Apakah risiko bisnis yang diproksikan dengan *Degree of Operating Leverage (DOL)* berpengaruh negatif terhadap struktur modal (*DER*)?

4. Apakah *Cash Holding (CH)* berpengaruh negatif terhadap struktur modal (*DER*)?

1.4 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris mengenai:

1. Pengaruh negatif struktur aset yang diproksikan dengan *Fixed Asset Ratio (FAR)* terhadap struktur modal (*DER*)
2. Pengaruh negatif likuiditas yang diproksikan dengan *Current Ratio (CR)* terhadap struktur modal (*DER*)
3. Pengaruh negatif risiko bisnis diproksikan dengan *Degree of Operating Leverage (DOL)* terhadap struktur modal (*DER*)
4. Pengaruh negatif *Cash Holding (CH)* terhadap struktur modal (*DER*)

1.5 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi banyak pihak, antara lain:

1. Bagi perusahaan
Penelitian ini memberikan manfaat berupa informasi bagi perusahaan untuk mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal ketika perusahaan mengambil keputusan pendanaan dan menentukan struktur modal yang optimal.
2. Bagi investor
Penelitian ini dapat memberikan gambaran terkait struktur modal perusahaan manufaktur kepada investor, terutama ketika melakukan investasi yang berkaitan dengan potensi dan tingkat risiko pengembalian investasi.
3. Bagi kreditur
Penelitian ini diharapkan bermanfaat bagi para kreditur mengenai gambaran struktur modal perusahaan manufaktur, terutama dalam memberikan pinjaman dan pengelolaan risiko gagal bayar pinjaman suatu perusahaan.

4. Bagi peneliti selanjutnya

Penelitian ini dapat menjadi bahan referensi bagi penelitian berikutnya mengenai pembahasan struktur modal (*DER*) dan seluruh faktor yang mempengaruhinya.

5. Bagi peneliti

Diharapkan penelitian ini dapat memberikan wawasan lebih luas terkait struktur modal (*DER*) dan segala faktor yang diperkirakan mempengaruhinya yaitu struktur aset, likuiditas, risiko bisnis dan *cash holding*.

1.6 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan dalam penelitian ini sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

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

BAB II LANDASAN TEORI

Bab ini berisikan tentang teori terkait dengan struktur modal (*DER*) sebagai variabel dependen dan teori variabel independen, yaitu struktur aset, likuiditas, risiko bisnis, dan *cash holding* yang disertai keterkaitan antar setiap variabel independen dengan variabel dependen, pengembangan hipotesis dari masing-masing variabel, dan model penelitian.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini membahas tentang gambaran umum objek penelitian, metode penelitian, variabel penelitian, teknik pengumpulan data menggunakan data sekunder, teknik pengambilan sampel dengan metode *purposive sampling* beserta kriteria, metode analisis data menggunakan uji statistik deskriptif, uji normalitas, uji asumsi klasik yang terdiri dari uji multikolonieritas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas, dan pengujian hipotesis dengan metode analisis

regresi berganda; uji koefisien regresi; uji koefisien determinasi; uji signifikansi simultan (uji statistik F); dan uji signifikansi parameter individual (uji statistik t).

BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Bab ini menjelaskan mengenai pengolahan dan hasil analisis data penelitian berdasarkan metode penelitian, dan menjelaskan bahwa hasil penelitian yang dilakukan dapat menjawab rumusan masalah dalam penelitian.

BAB V SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini berisikan simpulan dari jawaban atas masalah penelitian, keterbatasan penelitian, dan saran yang didasarkan pada hasil penelitian yang telah dilakukan.

