

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Pasar konstruksi dan sektor bahan bangunan di Indonesia telah berkembang secara signifikan, didorong oleh pesatnya pertumbuhan pasar properti atau *real estate* dalam negeri, peningkatan investasi swasta dan belanja pemerintah. Kontribusi sektor konstruksi terhadap produk domestik bruto (PDB) Indonesia telah tumbuh menjadi 13% pada tahun 2014 dan telah berhasil mendorong industri bahan bangunan dan konstruksi Indonesia (Indonesia, 26 Februari 2015).

Pasar konstruksi diproyeksikan tumbuh sebesar 14,26% atau mencapai sekitar 446 triliun pada tahun 2015 dan akan menjadi salah satu sektor yang paling menjanjikan berkat percepatan rencana pembangunan infrastruktur pemerintah (Indonesia, 26 Februari 2015). Oleh karena itu, seiring dengan persiapan sektor konstruksi menuju perkembangan lebih lanjut, kebutuhan akan bahan bangunan juga akan mengalami pertumbuhan terutama permintaan terhadap konsumsi semen. Adanya alasan tersebut industri persemenan terus meningkatkan kapasitas produksinya. Sehingga perusahaan yang tergolong sub sektor semen kini menjadi perusahaan yang memiliki peran penting dalam peningkatan pasar konstruksi di Indonesia, apalagi semen merupakan industri dasar.

Dibuktikan dengan Indonesia yang sekarang ini tidak hanya dipenuhi oleh industri semen dari dalam negeri, melainkan juga industri semen asing yang kini banyak memulai kegiatan operasionalnya di Indonesia. Ditambah dengan alasan bahwa Indonesia dekat dengan sumber bahan baku dan konsumen. Terdapat tujuh produsen semen swasta yang tergabung dalam anggota Asosiasi Semen Indonesia (ASI) ([www.bumn.go.id](http://www.bumn.go.id)). Namun, lima diantaranya sudah masuk didalam Bursa Efek Indonesia (BEI) diantaranya PT. Semen Indonesia (persero) Tbk, PT. Holcim Indonesia Tbk, PT, Semen Baturaja (Persero) Tbk, PT. Indocement Tunggal Prakasa Tbk, dan PT. Wijaya Karya Beton Tbk (Saham Ok: 2016).

Untuk mengantisipasi hal tersebut, kelima perusahaan semen swasta tersebut terus berusaha meningkatkan kapasitas produksi untuk memperluas pasar, bahkan ada pula yang membangun pabrik baru. Tidak hanya untuk memasok

kebutuhan semen dalam negeri namun juga untuk diekspor ke negara tetangga seperti Malaysia, Singapura, Vietnam, Thailand, Korea Selatan, Jepang dan lainnya yang mana konsumsinya melebihi konsumsi per kapita di Indonesia, yaitu sudah diatas 500 kg per kapita ([www.bumn.go.id](http://www.bumn.go.id)).

Berdasarkan data ASI, ditengah pembangunan infrastruktur, penjualan semen secara nasional sempat mengalami penurunan pada tahun 2015 (market.bisnis:2016).Meskipun demikian, penjualan oleh empat emiten antara lain PT. Semen Indonesia (persero) Tbk, PT. Holcim Indonesia Tbk, PT. Semen Baturaja (Persero) Tbk dan PT. Indocement Tunggul Prakasa Tbk tetap mendominasi penjualan semen nasional dengan porsi mencapai sekitar 88,45% dari total penjualan 2015 sebesar 61 juta ton. Diseluruh Indonesia, penjualan semen hanya tumbuh 1,4% pada 2015 dibandingkan dengan 2,7% pada 2014 (Market.bisnis:2016).

Peningkatan terhadap industri persemenan memicu para investor atau pemegang saham untuk menanamkan modal di dalamnya. Modal menjadi sumber utama bagi perusahaan untuk menunjang kegiatan operasionalnya. Modal yang ditanamkan tidak semata-mata diberikan, para investor justru mengharapkan imbal balik yang tinggi dari hasil kegiatan operasionalnya. Namun, jika ditarik kebelakang, bagaimana dengan manajemen sumber daya modal yang diaplikasikan untuk kegiatan operasionalnya sehingga mampu memaksimalkan nilai perusahaan dan menguntungkan bagi investor atau pemegang saham.

Perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasional sangat bergantung pada kebutuhan modal. Tanpa modal, perusahaan akan mengalami kesulitan untuk memulai kegiatan operasionalnya. Perusahaan dituntut untuk sangat bijak dalam mengatur modalnya saat melaksanakannya.

Kaitannya dalam dunia bisnis, sumber modal yang bisa dilakukan oleh perusahaan terdiri atas dua sumber, yaitu permodalan internal dan permodalan eksternal. Permodalan internal yang biasanya digunakan adalah dengan menggunakan saldo laba perusahaan yang didapatkan dari hasil operasional perusahaan. Sedangkan pendanaan eksternal didapatkan dari utang (*debt*) atau dengan ekuitas (*equity*).Masing-masing dari sumber modal tersebut memiliki



kekurangan dan kelebihan yang nantinya bisa mempengaruhi pengambilan keputusan.

Pemilihan modal sangat erat kaitannya dengan struktur modal. Struktur modal merupakan perimbangan komposisi antara jumlah utang kewajiban jangka panjang dengan modal sendiri (Modiglian & Miller, 1958). Jadi, Di dalam keuangan perusahaan, struktur modal mengacu pada pemecahan sumber keuangan perusahaan. Apakah sebuah perusahaan lebih memilih untuk membiayai operasionalnya melalui pinjaman atau biaya ekuitas. Struktur modal mampu mengendalikan pada sumber-sumber pembiayaan yang salah untuk mencegah terjadinya kebangkrutan perusahaan. Sehingga, struktur modal pada sebuah perusahaan adalah kombinasi yang spesifik sebuah ekuitas dan utang jangka panjang yang digunakan perusahaan untuk mendanai operasinya.

Setiap modal mempunyai biaya, dimana biaya dari setiap modal disebut dengan biaya modal (*cost of capital*). Biaya modal adalah biaya rill yang harus dikeluarkan perusahaan untuk mendapatkan modal (Brigham & Houston, 2011). Adanya biaya modal itulah menuntut perusahaan untuk mengatur komposisi jumlah utang jangka panjang maupun jumlah ekuitas yang harus ditetapkan secara tepat dan sesuai dengan kebutuhan modal pembiayaan jangka panjang yang diperlukan. Sehingga biaya modal mempunyai arti penting bagi perusahaan dalam pengambilan keputusan struktur modal.

Pembiayaan yang efisien dapat terjadi ketika perusahaan memiliki struktur modal yang optimal. Struktur modal optimal adalah perbandingan antara biaya utang dengan biaya ekuitas (Brigham & Houston, 2011). Arti kata lain, struktur modal optimal menggambarkan bagaimana perusahaan meminimalkan biaya modal untuk memperoleh sumber biaya modal yang maksimum. Seperti hukum ekonomi yang menyatakan bahwa bagaimana mengeluarkan pengorbanan sekecil-kecilnya untuk mendapatkan keuntungan sebesar-besarnya.

Manajer keuangan setuju bahwa investasi dalam aset dan mengelola operasi membuat peluang terbesar bagi perusahaan untuk mencari laba yang sebesar-besarnya. Namun, bagaimana menentukan struktur modal yang optimal, yang pada gilirannya dipengaruhi oleh penggunaan sumber pembiayaan jangka panjang. Bahkan saat ini, manajer keuangan masih bergulat dengan pertanyaan

apakah sumber modal yang digunakan mempengaruhi nilai perusahaan dan jika demikian dengan cara bagaimana dan sejauh mana.

Banyak faktor yang mempengaruhi cara dimana sebuah perusahaan melakukan keputusan struktur modal, diantaranya: tingkat *leverage* (biaya tetap relatif terhadap biaya variabel) yang ada, sumber biaya tertentu dari modal yang digunakan, dampak dari bentuk kontrol pembiayaan pada perusahaan, risiko yang melekat pada sumber pembiayaan, berbagai implikasi pajak dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress cost*). Semua faktor yang disebutkan diatas memiliki banyak peran, namun, dalam analisisnya, dampak dari struktur modal pada nilai perusahaan secara keseluruhan menjadi sangat penting untuk dipertimbangkan. Memaksimalkan nilai perusahaan secara keseluruhan pada gilirannya akan memaksimalkan harga saham biasa (*common stock*), serta kekayaan pemegang saham (Brigham & Houston, 2011).

Struktur modal optimal dapat dikatakan sebagai kombinasi dari ekuitas dan utang yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan secara keseluruhan. Menurut Erhardt dan Brigham (2003) nilai perusahaan didasarkan pada kelangsungan harapan yaitu nilai sekarang dari semua arus kas (*cash flow*) masa depan yang diharapkan akan dihasilkan oleh aset dan didiskontokan pada biaya modal rata-rata tertimbang perusahaan (*Weighted Average Cost of Capital - WACC*) (Wet, 2006). Biaya modal rata-rata tertimbang terdiri dari biaya ekuitas (*equity cost*) dan biaya utang (*debt cost*), untuk mencerminkan pengaruh *leverage* dan utang perusahaan yang disesuaikan untuk pajak perusahaan (Toba & Olaoye, 2012). Oleh karena itu, sasaran struktur modal optimal adalah kombinasi sumber keuangan jangka panjang yang mengarahkan kepada WACC terendah dan akibatnya mampu memaksimalkan nilai perusahaan secara keseluruhan (Hawawini & Viallet, 1999 dalam Wet, 2006).

Secara empiris, modal utang yang tinggi memiliki dampak negatif pada investasi. *Leverage* yang tinggi juga memiliki dampak negatif pada investasi. Hsieh (1993) mengungkapkan pandangan yang sama, dengan alasan bahwa perusahaan harus memilih rasio utang terhadap ekuitas (*debt to equity ratio*) sedemikian rupa sehingga mampu memaksimalkan nilai perusahaan (Wet, 2006). Dia menambahkan bahwa penentuan struktur modal yang optimal melibatkan



proses pengambilan keputusan yang sangat kompleks dan sejumlah variabel keputusan interaktif yang besar. Dengan kata lain, perusahaan harus menganalisis semua faktor-faktor yang akan mempengaruhi struktur modal untuk mendapatkan sumber modal yang minim akan biaya modal.

Pengambilan keputusan keuangan yang paling penting dalam perusahaan adalah untuk menghadapi tantangan struktur modal yang memiliki dua komposisi pada utang dan ekuitas. Namun, porsi utang yang tinggi dalam struktur modal dapat meningkatkan risiko kebangkrutan ketika pertumbuhan perusahaan lambat atau negatif. Biaya modal diukur sebagai WACC signifikan mempengaruhi nilai dari perusahaan yang dapat dijadikan pengambilan keputusan struktur modal. WACC bervariasi dengan perubahan proporsi utang dengan proporsi ekuitas dan biaya utang dengan biaya ekuitas.

Berdasarkan teori Modigliani-Miller (1958), struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang berarti nilai perusahaan dengan *leverage (value of leverage firm)* dengan nilai perusahaan tanpa *leverage (value of unleverage firm)* adalah sama dengan asumsi tingkat suku bunga pinjaman untuk perusahaan dan individu adalah sama, pasar yang efisien, dan tidak terdapat transaksi atau biaya transaksi broker, tanpa pajak, dan tidak ada biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*), tidak adanya informasi yang asimetris dan laba sebelum pajak tidak berpengaruh pada penggunaan utang (Brigham & Houston, 2011). Namun, Modigliani-Miller (1963) menunjukkan bukti baru bahwa biaya modal mempengaruhi struktur modal, dan karena itu mampu mempengaruhi nilai perusahaan dengan asumsi bahwa akan banyak pajak yang muncul, yang menunjukkan bahwa pinjaman mampu memberikan perlindungan pajak, dimana bunga dikurangi pajak akan menghasilkan potongan pajak, yang mana mengurangi biaya pinjaman (Miller, 1997).

Untuk menanggapi hal tersebut perusahaan membuat *trade-off* dari sisi biaya utang dan dari manfaat menggunakan utang itu sendiri. Teori Trade-off (*Trade-off theory*) menyatakan bahwa kelebihan utang menciptakan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) atau biaya kesulitan keuangan (*financial distress cost*) dengan adanya manfaat pajak (Brigham & Houston, 2011). Disini, nilai perusahaan dapat dimaksimalkan dengan trade-off antara biaya kesulitan

keuangan dan manfaat pajak (*tax benefit*) dimana nilai *leverage* perusahaan dapat dimaksimalkan dengan tingkat utang pada struktur modal saat manfaat pajak sama dengan *financial distress cost*.

Alternatif teori lain adalah teori pecking order (*pecking order theory*) dari Myers dan Majluf (1984). Teori pecking order didasarkan pada dua asumsi, pertama adalah manajer yang lebih baik diberitahu mengenai prospek perusahaan mereka sendiri daripada investor luar. Kedua, manajer bertindak pada kepentingan pemegang saham.

Dengan kondisi tersebut, perusahaan terkadang akan melepaskan nilai positif dari nilai saat ini (*net present value*) jika memilih menerbitkan saham *undervalued* (harga saham di pasar lebih rendah dari harga wajarnya) untuk investor baru. Hal ini mampu menimbulkan adanya kelonggaran pada nilai keuangan (*value financial slack*), seperti besarnya uang tunai dan kapasitas utang yang tidak terpakai. Teori pecking order memprediksi bahwa perusahaan lebih memilih untuk menggunakan dana internal jika tersedia dan akan memilih utang lebih banyak daripada penerbitan saham jika diwajibkan menggunakan pembiayaan external (Huda, 2015).

Namun, teori signaling (*signaling theory*) menyatakan bahwa perusahaan dengan keuntungan yang lebih tinggi diharapkan mengambil lebih banyak utang (Brigham & Houston, 2011). Jadi, saat mengambil banyak utang akan memberikan sinyal kepada investor bahwa nilai perusahaan lebih tinggi terlepas dari niat perusahaan untuk mengambil utang dimana biaya utang ditentukan oleh persaingan pasar (Huda, 2015).

Struktur modal yang optimal menjadi hal yang harus diperhatikan sebagai komposisi yang tepat dalam penyediaan sumber pembiayaan demi memaksimalkan nilai perusahaan. Oleh karena itu, dirasa penting bagi peneliti untuk mengetahui struktur modal optimal yang telah dilakukan oleh perusahaan sub sektor semen untuk mendanai kegiatan operasionalnya ditengah-tengah persaingan antar kompetitor.

Penelitian mengenai penentuan struktur modal optimal telah dilakukan oleh J.H.vH. de Wet (2006) didasarkan atas model yang digunakan oleh Ehrhardt dan Brigham (2003). Lima langkah yang digunakan oleh Ehrhardt dan Brigham



menghasilkan nilai perusahaan yang optimal melalui skenario yang selanjutnya dapat dibandingkan dengan nilai aktual perusahaan. Hasil penelitian menyatakan bahwa penerapan model Ehrhardt dan Brigham tidak diberikan suku bunga di laporan keuangan dalam penentuan biaya utang dan tanpa adanya proyeksi arus kas bebas (*freecash flow*).

Ditambah penelitian dari Naibaho (2012) yang menganalisis struktur modal optimal salah satu perusahaan konstruksi di Indonesia, PT.X pada tahun 2011-2015. Pada hasil yang ditemukan menyatakan bahwa pada tahun 2011-2015 nilai perusahaan PT. XYZ berada pada komposisi modal 30% utang dan 70% ekuitas. Dengan komposisi tersebut maka nilai PT. XYZ mencapai nilai maksimum sebesar Rp 4.717.165 juta tahun 2011, Rp 7.214.357 juta tahun 2012, dan Rp 8.168.735 juta tahun 2013, Rp 9.493.540 juta tahun 2014, dan Rp 11.050.775 juta tahun 2015. Sedangkan untuk mencapai WACC paling minimum berada pada komposisi modal 40% utang dan 50% ekuitas.

Penelitian ini menambahkan perhitungan *financial distress cost* menggunakan alat Altman Z-Score untuk menganalisis posisi risiko kebangkrutan PT.X. Saat kondisi aktual tahun 2010 PT.X cenderung menggunakan modal sendiri daripada utang. Pada tahun tersebut kondisi risiko kebangkrutan masih rendah dan struktur modal optimal tidak berada pada titik tersebut.

Rizki Zulhilmi, Darminto, dkk (2014) juga telah melakukan penelitian mengenai penentuan struktur modal optimal terhadap PT. Astra International Tbk dan anak perusahaan pada periode 2008-2012 yang dikaitkan dengan harga saham pada periode tersebut. Hanya saja penelitian ini sebatas untuk menentukan struktur modal optimal aktual perusahaan dan tidak untuk membandingkan dengan skenario struktur modal optimal seperti yang dilakukan oleh J.H.vH. de Wet. Hasil telah mengatakan bahwa selama periode 2008-2012, PT. Astra International Tbk cenderung menggunakan modal sendiri (ekuitas) daripada modal utang. Struktur modal yang paling optimal terjadi pada tahun 2012, yaitu pada saat WACC memiliki nilai paling minimum dan nilai perusahaan paling maksimum dibandingkan periode tahun lainnya. Nilai perusahaan yang tinggi dapat meningkatkan harga saham.





disederhanakan, didasarkan atas arus kas bebas tanpa memperhatikan pertumbuhan dimasa depan.

Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana kondisi struktur modal optimal dan menentukan komposisi struktur modal optimal yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian ini akan membandingkan antara nilai aktual perusahaan dengan skenario nilai perusahaan itu sendiri. Dengan demikian akan diketahui perbedaannya. Alasan diatas diperkuat dengan belum ditemukannya penelitian sejenis yang mengambil objek yang sama. Untuk itu, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian tentang **“Penentuan Struktur Modal Optimal Sebagai Upaya Peningkatan Nilai Perusahaan Semen di Indonesia”**.

## **1.2 Rumusan Masalah**

Berdasarkan latar belakang masalah yang ada, maka permasalahan yang harus dijawab dalam penelitian ini adalah:

1. Bagaimana kondisi struktur modal optimal pada perusahaan manufaktur sub sektor semen yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2013-2015?
2. Bagaimana penetapan komposisi struktur modal optimal yang dapat meningkatkan nilai perusahaan manufaktur sub sektor semen yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2013-2015?

## **1.3 Batasan Masalah**

Agar penelitian yang dilakukan tidak terlalu meluas dan akan menimbulkan permasalahan baru, maka dengan ini penelitian diberikan batasan, antara lain:

1. Objek yang digunakan adalah perusahaan manufaktur sektor industri dasar dan kimia, sub sektor semen yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2013-2015.
2. Model penelitian yang digunakan mengacu pada model yang telah digunakan oleh Ehrhardt and Brigham (2003).
3. Jenis penelitian yang digunakan adalah jenis penelitian kuantitatif deskriptif.

#### **1.4 Tujuan Penelitian**

Dari rumusan masalah diatas, maka penelitian ini dilakukan bertujuan untuk:

1. Untuk mengetahui kondisi struktur modal optimal pada perusahaan manufaktur sub sektor semen yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2013-2015.
2. Untuk mengetahui penetapan komposisi struktur modal optimal yang dapat meningkatkan nilai perusahaan manufaktur sub sektor semen yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2013-2015.

#### **1.5 Manfaat Penelitian**

Dalam penelitian ini ada beberapa manfaat yang yang dapat diperoleh, antara lain:

1. Bagi Perusahaan
  - a. Sebagai pertimbangan perusahaan dalam meningkatkan implementasi kebijakan komposisi struktur modal yang tepat untuk mencapai nilai maksimal perusahaan.
  - b. Mengetahui perilaku kompetitor sesama perusahaan manufaktur sub sektor semen dalam menentukan struktur modal optimal untuk mencapai nilai maksimal perusahaan.

2. Bagi Investor

Sebagai bahan pertimbangan bagi inverteor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan yang memiliki nilai yang tinggi saat menggunakan komposisi modal yang tepat.

3. Bagi Akademisi

Untuk menambah literatur dan sebagai referensi atau acuan untuk melakukan penelitian selanjutnya.

#### **1.6 Sistematika Penulisan**

Untuk memberikan gambaran singkat mengenai isi dan pembahasan skripsi, maka dapat dijelaskan bahwa skripsi ini dibagi menjadi 5 (lima) bab yang







*-Halaman ini sengaja dikosongkan-*