# Keputusan Struktur Modal, Faktor Determinan dan Dampaknya Pada Nilai Perusahaan: Studi Komparatif Antara Perusahaan Manufaktur Syariah dan Non Syariah

**Imam Akbar Ilham Arif**

*Magister Terapan Keuangan Perbankan Syariah,Politeknik Negeri Bandung,Bandung 40012*
*E-mail : imamakbarilhamarif@gmail.com*

**ABSTRAK**

Perusahaan memiliki tujuan jangka panjang yaitu untuk memaksimalkan nilai perusahaan yang berarti memaksimalkan kemakmuran para pemegang sahamnya. Tujuan tersebut dapat direalisasikan salah satunya dengan cara menetapkan struktur modal optimal, sehingga dengan struktur modal optimal perusahaan menanggung rata-rata biaya modal yang rendah, oleh karena itu pengambilan keputusan struktur modal merupakan salah satu keputusan yang sangat penting. Perusahaan *go public* manufaktur di Bursa Efek Indonesia terbagi menjadi dua kelompok yaitu kelompok perusahaan kriteria syariah dan non syariah, perbedaan kriteria tersebut dapat dilihat dari struktur modal yang diterapkan. Pada perusahaan syariah termasuk perusahaan manufakatur syariah memiliki ketentuan khusus dalam penggunaan dana sebagai modal perusahaan. Penggunaan sumber dana khususnya utang berbasis bunga maksimal adalah 45%, disaat yang bersamaan teori-teori tentang struktur modal dan hasil-hasil penelitian mendukung penggunaan utang sebagai sumber dana utama. Oleh karena itu perlu adanya penelitian tentang implementasi dari ketentuan tersebut.

**Kata Kunci**
*Struktur Modal Syariah, Struktur Modal Non Syariah, Leverage, Size, Nilai Perusahaan.*

## 1. PENDAHULUAN

### 1.2 Latar Belakang

Perusahaan memiliki tujuan jangka panjang yaitu untuk memaksimalkan kemakmuran para pemegang sahamnya, dalam merealisasikan tujuan tersebut pengambilan keputusan struktur modal merupakan salah satu keputusan yang sangat penting [1]. Keputusan struktur modal merupakan salah satu fungsi manajemen keuangan yang harus ada pada setiap perusahaan [2]. Keputusan struktur modal bersama dengan keputusan investasi dan keputusan dalam menjalankan kebijakan deviden bertujuan untuk mencapai nilai optimal perusahaan [2]. Tercapainya nilai perusahaan yang optimal berarti terealisasisnya kemakmuran pemilik secara umum [3]. Keputusan investasi yang benar dan baik akan memberikan keuntungan atau *return* yang lebih tinggi yang ditunjukkan dengan NPV (*Net Present Value*) yang positif, hal tersebut dapat dicapai apabila didanai oleh struktur modal yang optimal.

Struktur modal dan nilai perusahaan yang optimal dapat dicapai dengan berbagai macam cara, salah satunya dengan mengkombinasikan ekuitas dan pembiayaan utang yang maksimal dan meminimalkan *Weighted Average Cost Of Capital* (WACC) sehingga dengan demikian struktur modal optimal dapat tercapai [4]. Banyak bukti empiris menunjukkan bahwa pernyataan tersebut mungkin tidak sepenuhnya memperhitungkan kompleksitas antara himpunan variabel endogen, yang telah terbukti mempengaruhi keputusan struktur modal [5], selanjutnya disebutkan dalam *agency theory,* teori tersebut menjelaskan bahwa manajemen sebagai agen dari pemilik perusahaan cenderung berprilaku oportunis, perilaku oportunis ditunjukan dengan ketidaksukaan manajemen terhadap risiko yang melekat pada pilihan proyek-proyek investasi maupun dalam pilihan pendanaannya, manajemen cenderung memilih proyek investasi yang memiliki risiko rendah, konsekuensi hal tersebut *return* yang didapat juga rendah atau yang biasa dikenal dengan "*high risk high return, low risk low return*", demikian juga dalam pilihan sumber pendanaan dari proyek tersebut, manajemen cenderung memilih pendanaan dari sumber yang paling rendah risikonya yaitu laba ditahan. Sehingga teori agensi menyarankan struktur modal perusahaan itu menggunakan sumber pendanaan yang lebih berisiko yaitu utang [3].

Sumber pendanaan yang berasal dari utang memiliki risko yang tinggi sehingga manajemen yang merupakan agen dari para pemegang saham mau tidak mau harus bekerja lebih keras untuk dapat menyebarkan risiko tersebut, yang mana pada akhirnya akan membuat suatu perusahaan

mempunyai kinerja yang optimal [6]. Hal tersebut banyak didukung oleh berbagai teori lain seperti *balance theory* atau *trade off theory,* dalam teori tersebut utang dapat terus bertambah selama manfaat dari utang lebih besar dibandingkan beban bungannya, namun hal tersebut tidaklah statis [7]. Manajemen tidak harus menggunakan hutang sebagai sumber dana secara terus menerus, manajemen harus dapat melihat apakah manfaat dari utang masih lebih besar dibandingkan pengembalian modal dan bungannya, jika yang terjadi adalah hal sebaliknya maka manajemen harus menghentikan sumber pendanaan dari utang dan mencari sumber pendanaan lain yang pada akhirya manajemen harus dapat menemukan titik terbaik dalam penggunaan utang sebagai sumber pendanaan perusahaan.

Pentingnya penggunaan utang dalam meningkatkan kinerja perusahaan dikemukakan *agency theory* dari Jensen and Meckling [3] yang menjelaskan bahwa penetapan struktur modal perusahaan sangat berhubungan dengan kebijakan deviden. *Agency theory* menjelaskan bahwa manajer memiliki kendali yang lebih luas pada perusahaan besar, dimana kepemililikan lebih tersebar dan pemegang saham memiliki insentif dan kemampuan rendah untuk melakukan pemantauan. Oleh karena itu *agency problem* dan *asymmetry information* akan meningkat, yang menyebabkan terjadinya perilaku oportunistik manjerial. Perilaku oportunistik ditunjukkan dengan adanya kecenderungan kuat dari manajer untuk menolak berinvestasi pada proyek-proyek yang berisiko tinggi, dan investasi tersebut dibiayai dari sumber dana yang terkecil risikonya, yaitu *retained earnings*. Rasio pembayaran dividen yang tinggi selain akan membantu mengirimkan sinyal positif tentang prospek masa depan perusahaan juga akan menempatkan manajer pada posisi yang selalu diawasi secara ketat oleh pasar modal [8]. Hal ini terjadi sebagai konsekuensi dipenuhinya kebutuhan dana melalui peningkatan pembiayaan eksternal (utang) untuk pembayaran dividen yang tinggi [9].

Sumber pendanaan perusahaan dalam *pecking order theory* memilki saran yang berbeda dengan teori-teori sebelumnya, dalam teori ini menyarankan sumber pendanaan yang digunakan harus berasal dari sumber pendanaan yang berisiko rendah seperti laba ditahan [7]. Berbagai penelitian telah mendukung teori-teori tersebut, struktur modal yang berlandaskan *agency theory* yang terdiri dari utang ternyata dapat meningkatkan profitabilitas yang ditunjukkan oleh nilai perusahaan yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia periode tahun 2008-2012 [10]. Selanjutnya penerapan utang dan laba ditahan yang merupakan sumber dana yang memiliki risiko rendah yang merujuk kepada *trade off theory* dan *pecking order theory* sudah diterapkan pada struktur modal perusahaan-perusahaan manufaktur di India [11]. Pilihan sumber dana yang memiliki risiko rendah yang berlandaskan pada *pecking order theory* ternyata lebih diterapkan pada perusahaan-perusahaan non keuangan di Estonia [12]. Dengan banyaknya fakta bahwa ketiga teori diatas telah digunakkan oleh berbagai manajemen perusahaan yang ditunjukkan oleh berbagai hasil penilitian nampaknya pemilihan kebijakan terkait struktur modal yang berlandaskan teori tersebut masih menjadi teka-teki yang masih belum bisa terpecahkan hingga saat ini. Pemilihan struktur modal yang masih menjadi teka-teki ternyata menjadi tantangan tersendiri bagi perusahaan-perusahaan manufaktur yang tercatat pada Bursa Efek Indonesia.

Perusahaan manufkatur di Indonesia terbagi menjadi dua yaitu perusahaan manufaktur non syariah dan perusahaan manufaktur yang berbasis syariah. Kriteria yang digunakkan dalam menentukan perusahaan manufaktur syariah dan non syariah merujuk kepada keputusan DSN MUI dan keputusan Bapepam LK tentang Daftar Efek Syariah.

Keputusan Bapepam LK II K.1 Tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah, menurut keputusan Bapepam LK Nomor KEP-208/BL/2012 terdiri atas dua hal. Pertama, kegiatan usaha perusahaan tidak melanggar syariat Islam, yaitu tidak melakukan kegiatan usaha sebagai yang meliputi sebagai berikut: (a) perjudian dan permainan yang tergolong judi, (b) perdagangan yang dilarang syariat Islam, yang meliputi antara lain perdagangan yang tidak disertai dengan penyerahan barang atau jasa serta perdagangan dengan penawaran/permintaan palsu, (c) jasa keuangan ribawi, antara lain bank berbasis bunga dan perusahaan pembiayaan berbasis bunga, (d) jual beli resiko yang mengandung unsur ketidakpastian (*gharar*) dan/atau judi (*maisir*) antara lain asuransi konvensional, (e) memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan/atau menyediakan antara lain: barang atau jasa haram zatnya (*haram li-dhatihi*), barang atau jasa haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairihi*) yang ditetapkan oleh DSN MUI serta barang atau jasa yang merusak moral dan/atau bersifat mudharat, dan (f) melakukan transaksi yang mengandung unsur suap (riswah). Kedua, memenuhi rasio keuangan sebagai berikut: (a) total utang yang berbasis bunga dibandingkan dengan total aset tidak lebih dari 45% (empat puluh lima per seratus), dan (b) total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (*revenue*) dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10 persen. Secara garis besar kriteria saham Syariah

pasif di Indonesia memiliki dua syarat yaitu kualitatif dan kuantitatif [13].

Merujuk pada persyaratan kuantitatif tentang rasio keuangan yang ditetapkan oleh DSN MUI dan Bapepam LK tentang total utang berbasis riba atau berbasis bunga yang dibatasi hanya sebesar 45%, hal ini menjadi suatu persyaratan yang tentunya harus dipenuhi oleh perusahaan-perusahaan manufaktur syariah di Indonesia, disaat yang sama manajemen perusahaan masih kesulitan dalam menentukan kebijakan tentang penggunaan sumber pendanaan untuk membuat struktur modal perusahaan demi mencapai kinerja perusahaan yang optimal. Manajemen perusahaan-perusahaan harus dapat menentukan kebijakan sumber pendanaan agar dapat mengoptimalkan kinerja perusahaan yang nantinya dapat ditunjukkan oleh nilai perusahaan, termasuk perusahaan-perusahaan manufaktur yang berbasis syariah di Indonesia yang ternyata mempunyai tantangan lain yaitu pembatasn utang berbasis bunga yaitu sebesar 45%.

## 2. TELAAH PUSTAKA

### 2.1 Struktur Modal

Struktur modal yaitu pembiayaan permanen yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham. Nilai buku dari modal pemegang saham terdiri dari saham biasa, modal disetor atau surplus modal dan akumulasi laba ditahan, bila perusahaan memiliki saham preferen, maka saham tersebut akan ditambahkan pada modal pemegang saham [2].

Sedangkan utang jangka panjang terdiri dari tiga jenis, yaitu pertama, kewajiban yang berasal dari situasi keuangan spesifik, seperti penerbitan obligasi, kewajiban *lease* jangka panjang dan wesel bayar jangka panjang. Kedua, kewajiban yang berasal dari operasi biasa perusahaan bersangkutan seperti kewajiban pensiun dan kewajiban pajak penghasilan yang ditangguhkan. Ketiga, kewajiban yang tergantung pada terjadi atau tidak terjadinya satu kejadian atau lebih dimasa depan untuk mengkonfirmasi jumlah yang harus dibayar, atau siapa yang harus dibayar, atau tanggal pembayaran, seperti jaminan jasa atau produk dan kontinjensi lainnya. Dapat disimpulkan bahwa komponen yang masuk dalam struktur modal adalah utang jangka panjang, modal saham biasa, modal saham preferen, surplus modal dan akumulasi laba ditahan [14].

### 2.2 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan yang sering dikaitkan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Harga saham merupakan harga yang terjadi pada saat saham diperdagangkan di pasar. Dalam realitasnya tidak semua perusahaan menginginkan harga saham tinggi (mahal), karena takut tidak laku dijual atau tidak menarik investor untuk membelinya. Hal ini bisa dibuktikan dengan adanya perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia yang melakukan stock split (memecah saham). Itulah sebabnya harga saham harus dapat dibuat seoptimal mungkin. Artinya harga saham tidak boleh terlalu tinggi atau terlalu rendah. Harga saham yang terlalu murah dapat berdampak buruk pada citra perusahaan dimata investor [15].

### *2.3 Leverage*

Leverage merupakan penggunaan sumber dan yang memiliki beban tetap dengan harapan bahwa akan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar dari pada beban tetapnya sehingga akan meningkatkan keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham. *Leverage* merupakan alat untuk mengukur seberapa besar perusahaan tergantung pada kreditur dalam membiayai aset perusahaan. Perusahaan yang mempunyai tingkat *leverage* tinggi berarti sangat bergantung pada pinjaman luar untuk membiayai asetnya. Sedangkan perusahaan yang mempunyai tingkat *leverage* lebih rendah lebih banyak membiayai asetnya dengan modal sendiri. Tingkat *leverage* perusahaan, dengan demikian menggambarkan risiko keuangan perusahaan [6].

### *2.4 Size*

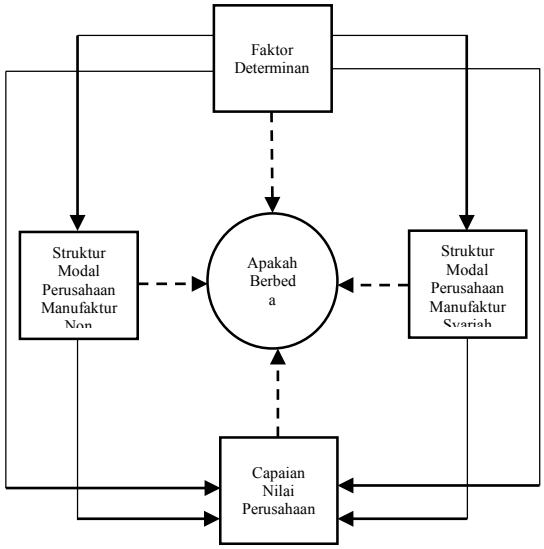
*Size* adalah ukuran perusahaan dengan rata-rata total penjualan bersih untuk tahun yang bersangkutan sampai beberapa tahun [16]. Perusahaan-perusahaan yang berada pada perkembangan penjualan yang relatif tinggi membutuhkan dukungan sumber daya termasuk sumber pendanaan yang semakin besar. Demikian juga sebaliknya, pada perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya rendah kebutuhan terhadap sumber daya perusahaan juga semakin kecil. Pada dasarnya *size* terbagi dalam tiga kategori yaitu perusahaan besar (*large firm*), perusahaan menengah (*medium firm*), dan perusahaan kecil (*small firm*).

### 2.5 Struktur Modal Perusahaan Manufaktur Syariah dan Non Syariah

Merujuk pada persyaratan kuantitatif tentang rasio keuangan yang ditetapkan oleh DSN MUI dan Bapepam LK, struktur modal termasuk total utang berbasis riba atau berbasis bunga yang dibatasi hanya sebesar 45%, hal ini menjadi suatu persyaratan yang tentunya harus dipenuhi oleh perusahaan-perusahaan manufaktur syariah di Indonesia, selanjutnya total pendapatan bunga dan pendapatan tidak halal lainnya dibandingkan dengan total pendapatan usaha (*revenue*) dan pendapatan lain-lain tidak lebih dari 10 persen, indikator struktur modal perusahaan

manufaktur syariah dan manufaktur non syariah dapat dilihat dari DER (*Debt to Equity Ratio*) dan DAR (*Debt to Asset Ratio*).

### 2.6 Kerangka Pemikiran




Gambar 1. Kerangka Pemikiran

Gambar 1, menerangkan bagaimana faktor determinan seperti *size* dan *leverage* diduga dapat mempengaruhi struktur modal baik perusahaan manufaktur syariah ataupun perusahaan manufkatur non syariah yang selanjutnya diduga akan mempengaruhi capaian nilai perusahaan, selanjutnya dilihat apakah terjadi perbedaaan faktor determinan dan capaian nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur syariah dan perusahaan manufaktur non syariah,

## 3. KESIMPULAN

Berdasarkan pada uraian latar belakang dan telaah pustaka, maka penelitian ini perlu dilakukan untuk mengetahui dampak dari diterapkannya peraturan DSN MUI dan Bapepam LK pada pembentukan struktur modal perusahaan manufaktur kriteria syariah. 1) Apakah menjadikan adanya perbedaan signifikan antara struktur modal perusahaan manufkatur kriteria syariah dan non syariah; 2) Apakah menjadikan adanya perbedaan faktor determinan dari struktur modal, antara perusahaan manufaktur kriteria syariah dan non syariah; 3) Apakah menjadikan adanya perbedaan pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan (*shareholders wealth*), antara perusahaan-perusahaan manufaktur kriteria syariah dan non syariah. Desain penilitian ini dibangun dengan menerapkan *independent sample two test* untuk tujuan pertama. Tujuan kedua dan ketiga dicapai dengan menggunakan *explonatory research*, sehingga dapat dianalisis hubungan kualitas antar variabel melalui pengujian hipotesis [17]. Alat analisis yang dapat digunakan adalah Structural Equation Model atau *Path Analisys*, dengan demikian dapat diketahui pengaruh langsung dan tidak langsung.

## UCAPAN TERIMA KASIH

Penulis melalui tulisan ini bermaksud untuk mengucapkan terima kasih kepada orang-orang di sekitar penulis yang selalu mendukung penulis, keluarga, sahabat, teman-teman dan semua orang yang telah banyak membantu penulis. Penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada,

- Bapak Dwi Suhartanto, P.hd selaku dosen mata kuliah sekaligus pembimbing yang selalu memberikan motivasi, semangat, dan ilmu bagi penulis,
- Bapak Dr. Muhammad Umar Mai selaku dosen dan pembimbing yang selaku memberikan dukungan, semangat, dan ilmu bagi penulis,
- Semua pihak yang telah membantu penulis dalam membuat tugas akhir ini, yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu.

## DAFTAR PUSTAKA

[1] Varun, D.: 'Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence', Managerial Finance, 2014, 40, (12), pp. 1190-1206
[2] Copeland, T.E., and Weston, J.F.: 'Financial Theory and Corporate Policy', 1988
[3] Jensen, M.C., and Meckling, W.H.: 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', Journal of Financial Economics, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360
[4] Damodaran, A.: 'Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset', 2012, 666
[5] Paweł, M., Dmytro, O., and Ryszard, O.: 'Financial restructuring and target capital structure: An iterative algorithm for shareholder value maximization', Review of Accounting and Finance, 2018, 17, (2), pp. 280-294
[6] R, S.A.: 'Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi', 2005
[7] Myers, S.C.: 'Capital Structure', Journal of Economic Perspectives, 2001, 15 Number 2, pp. 81–102
[8] Lloyd William P, J.J.S., Page Daniel E.: 'Agency Costs And Dividend Payout Ratios', Financial Review, 1985, 20, (3), pp. 78-78
[9] Rozeff, M.S.: 'Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios', Journal of Financial Research, 1982, Vol. 5, No. 3, pp. pp. 249-259

[10] Hamidy, R.R., Wiksuana, I.G.B., and Artini, L.G.S.: 'Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia', E-Jurnal Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana 2015, 4.10, pp. 665-682

[11] Saurabh, C., and K., S.A.: 'Determinants of capital structure: an empirical evaluation from India', Journal of Advances in Management Research, 2015, 12, (1), pp. 3-14

[12] Raul, S.: 'Capital structure decisions: research in Estonian non- financial companies', Baltic Journal of Management, 2008, 3, (1), pp. 55-70

[13] Prasetyo, Y.: 'Rasio Keuangan sebagai Kriteria Saham Syariah', Jurnal Ekubis, 2017, 1

[14] Kieso, D.E., Weygandt, J.J., and Warfield, T.D.: 'Intermediate Accounting, Volume 1: IFRS Edition', 2010, 1

[15] Syahadatina, F., and Suwitho: 'Pengaruh Size dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan yang Dimediasi Oleh Leverage', Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen, 2015, Volume 4

[16] Brigham, E.F., and Houston, J.F.: 'Fundamentals of Financial Management', 2006

[17] Sugiyono, P.: 'Metode penelitian kombinasi (mixed methods)', Bandung: Alfabeta, 2015