

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Struktur modal dewasa ini semakin penting terkait dengan menentukan kombinasi pendanaan yang optimal untuk kebutuhan investasi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan (*firm value*). Penambahan investasi pada aset-aset produktif dilakukan agar perusahaan tetap dapat menghasilkan produk atau jasa sesuai dengan jumlah dan kualitas yang dibutuhkan oleh pelanggan. Dengan demikian, diharapkan pangsa pasar (*market share*) dan keunggulan bersaing (*competitiveness advantage*) perusahaan dapat dipertahankan dan ditingkatkan.

Sumber pendanaan aktivitas investasi ini dapat berasal dari utang (*debt*), ekuitas (*equity*) dan sumber-sumber lainnya. Kombinasi pendanaan yang terdiri dari utang dan ekuitas dikenal dengan struktur modal (*capital structure*). Struktur modal merupakan salah satu topik yang populer dan argumentatif dalam bidang keuangan (Tifow & Sayilir, 2015). Keputusan terkait penentuan struktur modal merupakan inti dari banyak keputusan lainnya dalam keuangan perusahaan. Keputusan dalam pemilihan struktur modal yang baik akan mempengaruhi kinerja keuangan dan nilai perusahaan, sebaliknya keputusan yang tidak tepat dapat membawa potensi terjadinya *financial distress* dan kebangkrutan (Eriotis *et al.*, 2007; Tifow & Sayilir, 2015; Rehman, 2016; Kumar *et al.*, 2017). Umumnya teori yang ada menekankan pentingnya menjaga keseimbangan (*balance*) antara utang dan ekuitas, yang kemudian dikenal dengan struktur modal yang optimal.

Graham (2001) dalam penelitian Rehman (2016) mengemukakan bahwa struktur modal optimal diperoleh dengan menyeimbangkan *marginal cost* dan *marginal benefit*. Namun, belum ada konsensus yang berlaku universal terkait rasio utang dan ekuitas yang sempurna sehingga bisa digunakan sebagai struktur modal perusahaan (Al-Najjar & Hussainey, 2011; Haron, 2014).

Booth et al. (2001) sebagaimana dimuat dalam penelitian Alzomaia (2014), memperluas penelitian struktur modal pada negara-negara: India, Pakistan, Thailand, Malaysia, Zimbabwe, Mexico, Brazil, Turki, Jordan dan Korea. Hasilnya dipublikasikan bahwa faktor yang menentukan struktur modal pada 10 negara berkembang (*developing countries*) tersebut juga signifikan seperti halnya yang berlaku pada perusahaan atau industri di negara-negara maju (*developed countries*). Namun bagaimanapun, ada perbedaan pengaruh dari faktor-faktor seperti *Gross Domestic Product* (GDP), tingkat pertumbuhan, tingkat inflasi dan perkembangan pasar modal.

Penelitian di Indonesia diantaranya dilakukan oleh Haron (2016), menyatakan bahwa perusahaan Indonesia melakukan praktik struktur modal target (*target capital structure*) yang dipengaruhi oleh faktor spesifik seperti: *profitability*, *business risk*, ukuran perusahaan (*firm size*), *liquidity* dan *share price performance*. Perilaku struktur modal perusahaan di Indonesia cukup unik karena merupakan *emerging market*, dengan ekonomi nasional terbesar di kawasan Asia Tenggara (Baker & Powell, 2012 dalam penelitian Haron, 2016). Deregulasi sektor pasar keuangan yang telah beberapa kali dilakukan sejak tahun 1983 dan hikmah dari dampak krisis moneter/ resesi yang terjadi di Indonesia

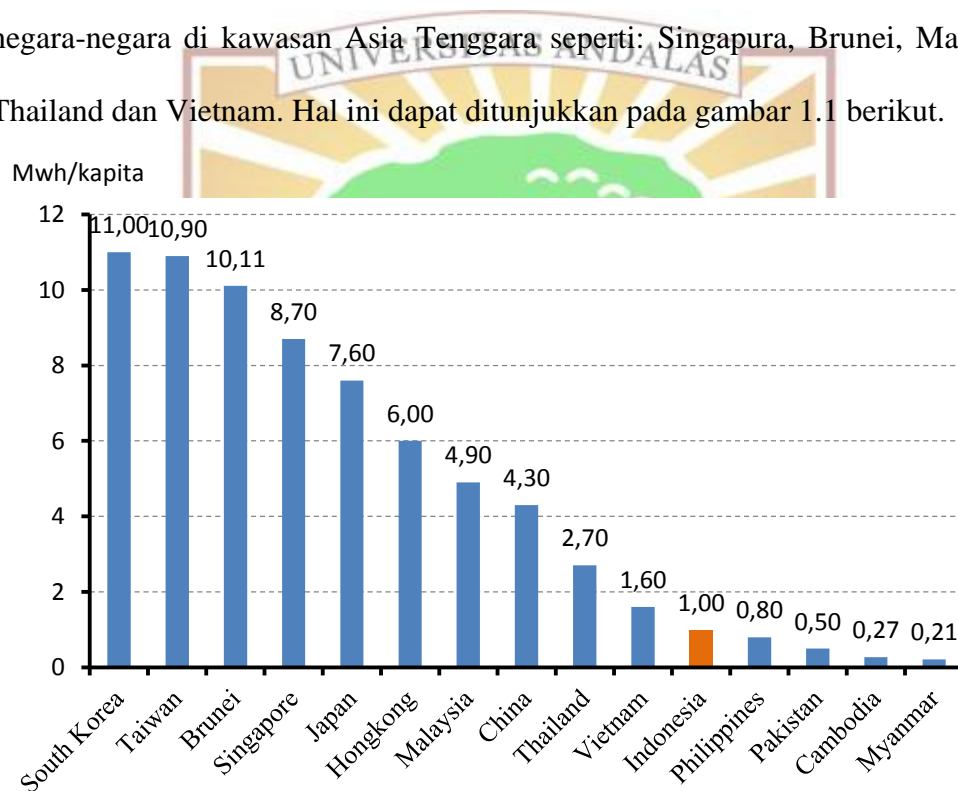
pada tahun 1997/ 1998 diperkirakan telah mendorong adanya perbaikan fundamental dan evaluasi regulasi untuk menciptakan iklim investasi yang lebih kondusif.

Dari studi literatur terbaik yang dilakukan, umumnya penelitian terkait struktur modal dan faktor-faktor penentunya dilakukan pada tingkat korporasi dalam sektor industri manufaktur, properti dan *real estate*, pertambangan, keuangan dan lain-lain, yang *listing* di bursa nasional (pasar modal). Namun, masih sulit ditemukan penelitian struktur modal pada perusahaan-perusahaan di sektor ketenagalistrikan. Hal ini diperkirakan disebabkan masih kurangnya ketersediaan data perusahaan-perusahaan yang dipublikasikan pada sektor ini. Namun bagaimanapun, menurut penulis sektor ketenagalistrikan ini sangat penting dan bersifat strategis karena produk atau jasa yang dihasilkan terkait dengan kebutuhan dasar setiap orang sehingga pada beberapa negara terdapat regulasi yang cukup ketat dalam pengelolaannya. Ketersediaan infrastruktur ketenagalistrikan dalam jumlah yang cukup, berkualitas dan andal, akan dapat mendorong pertumbuhan ekonomi suatu negara.

Di Indonesia, entitas bisnis di sektor ketenagalistrikan yang utama diperankan oleh perusahaan/ badan usaha milik negara, di samping terdapat perusahaan swasta. Perusahaan negara tersebut berbadan hukum dalam bentuk perseroan terbatas, terdiri dari *holding* dengan beberapa anak perusahaan. Pemegang saham (*shareholder*) adalah negara yang dijalankan oleh pemerintah dan dikelola dibawah kementerian Badan Usaha Milik Negara (BUMN). Sebagai pemegang izin dalam penyediaan energi listrik untuk kepentingan umum, maka

perusahaan tersebut wajib menyediakan energi listrik secara terus-menerus dalam jumlah yang cukup, dengan mutu dan keandalan yang baik. Dengan demikian, perusahaan ini harus mampu melayani kebutuhan tenaga listrik saat ini maupun pada masa yang akan datang.

Secara umum, konsumsi listrik masyarakat Indonesia masih berada di bawah negara-negara tetangganya seperti: Korea Selatan, Jepang, China atau negara-negara di kawasan Asia Tenggara seperti: Singapura, Brunei, Malaysia, Thailand dan Vietnam. Hal ini dapat ditunjukkan pada gambar 1.1 berikut.



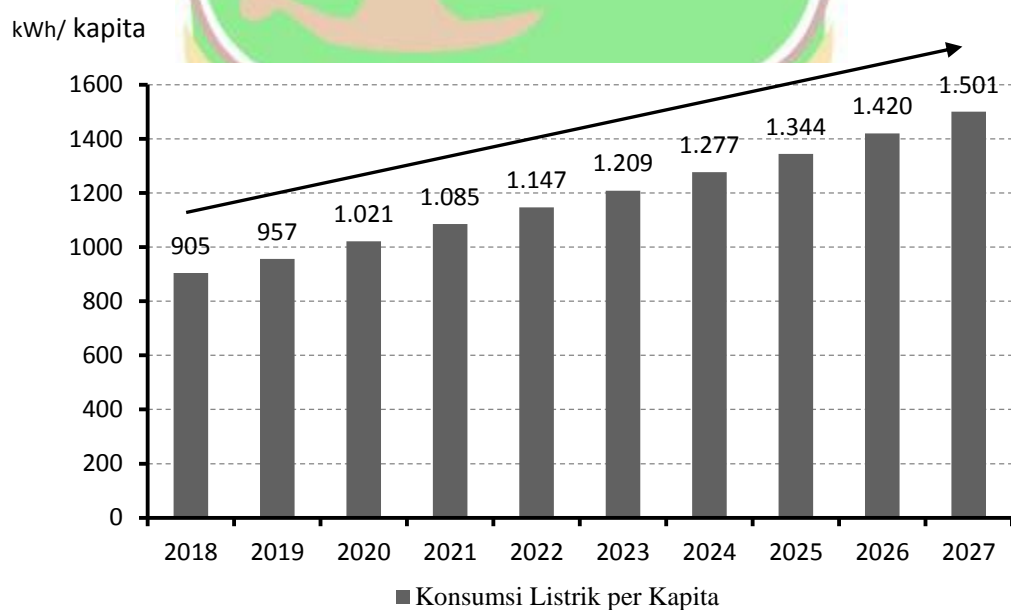
Sumber: EIU 2016 dalam www.pwc.com/id: Investment and Taxation Guide, November 2017

Gambar 1.1 Konsumsi Listrik Per Kapita Indonesia dan Negara Tetangga

Dari grafik di atas ditunjukkan bahwa konsumsi listrik per kapita Indonesia masih rendah dibandingkan negara-negara tetangganya. Konsumsi listrik per kapita Indonesia rata-rata masih 1 MWh per kapita atau 1000 kWh per kapita, bandingkan dengan Singapura sebagai negara dengan konsumsi listrik per

kapita tertinggi di kawasan Asia Tenggara (8,70 MWh per kapita atau 8700 kWh per kapita) apalagi Korea Selatan yang mencapai 11.000 kWh per kapita. Trend ini merupakan peluang sekaligus tantangan bagi perusahaan-perusahaan sektor ketenagalistrikan di Indonesia untuk bisa menyediakan energi listrik dengan tingkat ketersediaan (*availability*) dan keandalan (*reliability*) yang lebih baik. Bagaimanapun, bila pertumbuhan ekonomi Indonesia dapat dipertahankan/ditingkatkan dan dengan adanya peningkatan pendapatan per kapita masyarakat memungkinkan naiknya permintaan (*demand*) terhadap energi listrik di masa mendatang.

Permintaan energi listrik di masa depan diproyeksikan meningkat. Berdasarkan pada asumsi pertumbuhan ekonomi rata-rata 6,3% per tahun maka proyeksi penjualan tenaga listrik pada tahun 2027 akan mencapai 434 TWh, seperti ditampilkan pada gambar 1.2 berikut.



Sumber: Diolah dari RUPTL 2018-2027

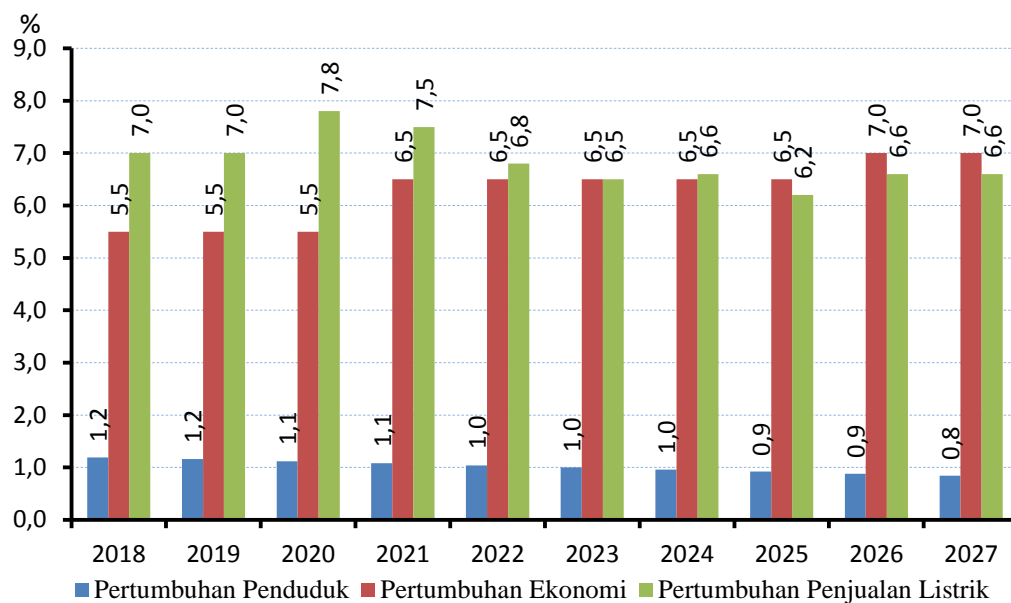
Gambar 1.2 Proyeksi Konsumsi Listrik Per Kapita Indonesia

Konsumsi listrik per kapita merupakan indikator seberapa besar penggunaan energi listrik oleh penduduk suatu negara/ daerah dalam aktivitasnya. Rasio ini didefinisikan sebagai perbandingan antara jumlah penjualan tenaga listrik terhadap jumlah penduduk. Pada Gambar 1.2 di atas terlihat bahwa tahun 2018 diestimasi konsumsi energi listrik per kapita adalah 905 kWh. Nilai rasio ini cenderung naik sehingga pada tahun 2027 diperkirakan konsumsi listrik per kapita telah mencapai 1501 kWh/ kapita. Peningkatan konsumsi listrik per kapita perlu didorong lebih tinggi lagi karena secara kawasan Indonesia masih tertinggal daripada negara tetangganya. Bagaimanapun, menurut penulis tingkat kesejahteraan dan pertumbuhan ekonomi suatu negara juga dapat terindikasi dari seberapa besar konsumsi listrik per kapita negara tersebut.

Kebutuhan tenaga listrik pada suatu daerah didorong oleh beberapa faktor utama, yaitu pertumbuhan ekonomi, pertumbuhan penduduk dan program elektrifikasi serta penyediaan listrik untuk mendukung program pemerintah diantaranya membangun Kawasan Ekonomi Khusus (KEK), Kawasan Industri (KI), Kawasan Strategis Pariwisata Nasional, Sentra Kelautan dan Perikanan Terpadu dan Jaringan Listrik Pos Lintas Batas Negara (PLBN). Pertumbuhan ekonomi ditandai dengan meningkatnya output barang dan jasa serta terjadinya peningkatan pendapatan masyarakat. Selanjutnya, dengan meningkatnya pendapatan per kapita masyarakat akan mendorong peningkatan permintaan barang-barang/ peralatan listrik seperti televisi, pendingin ruangan, lemari es dan lainnya. Akibatnya, permintaan tenaga listrik pun akan meningkat. Selain itu,

peningkatan permintaan kebutuhan listrik juga dipicu oleh adanya pertumbuhan jumlah penduduk.

Trend pertumbuhan ekonomi dan pertumbuhan penduduk Indonesia serta pertumbuhan permintaan/ penjualan listrik dalam 10 tahun mendatang diproyeksikan seperti gambar 1.3 berikut

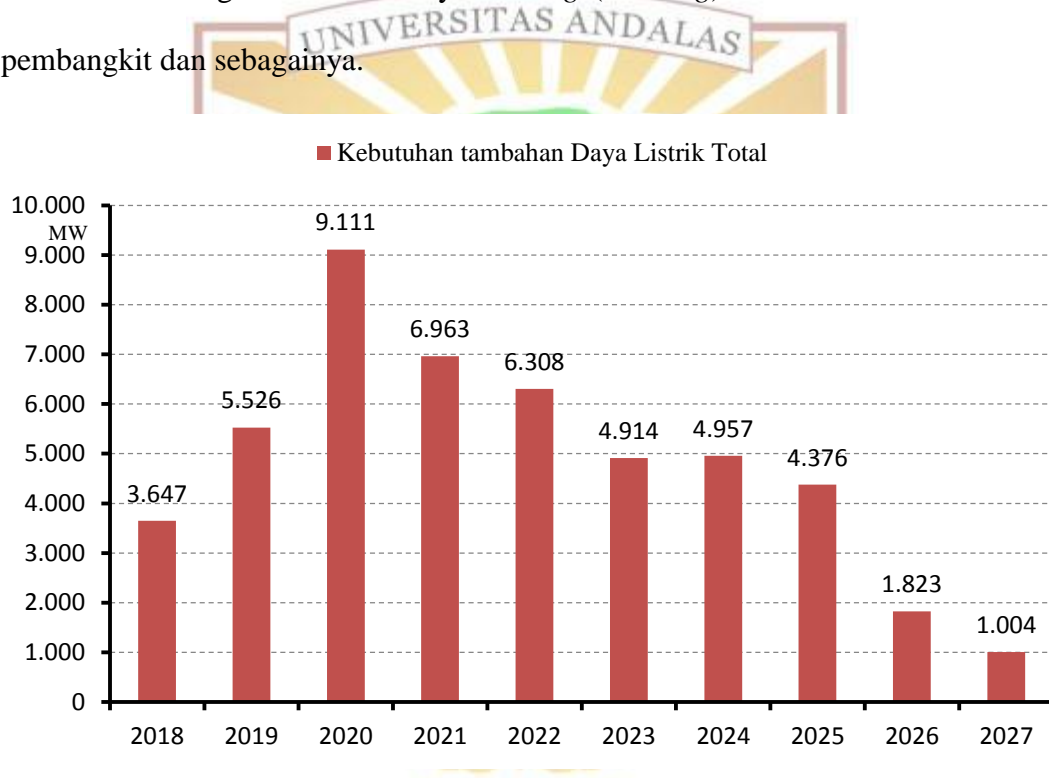


Sumber: Diolah dari RUPTL 2018-2027

Gambar 1.3 Proyeksi Pertumbuhan Penduduk, Ekonomi dan Penjualan Tenaga Listrik

Pertumbuhan penduduk Indonesia dari tahun 2018-2027 berkisar antara 0,8% sampai dengan 1,2% atau rata-rata 1,02% per tahun. Sedangkan, pertumbuhan ekonomi diestimasi berkisar antara 5,5% sampai dengan 7,0% (rata-rata 6,3% per tahun). Untuk mengakomodasi pertumbuhan penduduk dan pertumbuhan ekonomi di atas maka ketersediaan pasokan energi listrik seharusnya tumbuh rata-rata 6,9% per tahun dalam 10 tahun mendatang.

Kebutuhan tambahan energi listrik per tahun selama 10 tahun yang akan datang ditunjukkan oleh gambar 1.4 berikut. Defisit daya pada sistem kelistrikan di Indonesia dapat dicegah melalui tindakan preventif dengan menyediakan tambahan daya listrik tersebut. Tambahan daya tersebut dipertimbangkan untuk mengakomodasi pertumbuhan ekonomi, pertumbuhan jumlah pelanggan karena adanya pertambahan jumlah penduduk, mendukung program-program pemerintah termasuk kemungkinan defisit daya *existing (derating)* akibat faktor usia mesin pembangkit dan sebagainya.



Sumber: Diolah dari RUPTL 2018-2027

Gambar 1.4 Proyeksi Tambahan Daya Listrik Total

Grafik histogram di atas memperlihatkan terjadinya peningkatan tambahan daya listrik dari 3647 MW pada tahun 2018 menjadi 9.111 MW di tahun 2020, kemudian menurun sampai 1.004 MW pada tahun 2027. Secara total tambahan

daya listrik dalam 10 tahun mendatang diestimasi mencapai 48.629 MW. Taksiran tambahan daya di atas dibuat dengan mempertimbangkan asumsi pertumbuhan penduduk, pertumbuhan ekonomi, pencapaian program rasio elektrifikasi serta mendukung program-program pemerintah sebagaimana telah dijelaskan pada bagian terdahulu.

Dari uraian di atas, nyatalah bahwa diperlukan sinergi peran perusahaan listrik negara dan swasta dalam penyediaan/ pembangkitan, pendistribusian, dan penjualan daya listrik ke pelanggan (masyarakat) serta bisnis-bisnis pendukung seperti: konstruksi, sertifikasi, training dan lain-lain. Hal ini juga berarti peluang, kompetisi dan risiko bisnis pada sektor ketenagalistrikan ini akan semakin meningkat pada masa mendatang sehingga keputusan pemilihan struktur modal yang optimal untuk dapat mengakomodasi pendanaan untuk investasi dan ekspansi perusahaan menjadi semakin penting.

Sampai saat ini, sebagian besar usaha sektor ketenagalistrikan di Indonesia mulai dari bisnis hulu (pembangkitan) hingga bisnis hilir (transmisi/ distribusi energi listrik dan layanan/ penjualan listrik ke pelanggan) masih diperankan oleh perusahaan listrik milik negara (PLN). Perusahaan ini ditugaskan oleh pemerintah sebagai perusahaan yang bertanggung jawab dalam penyediaan dan layanan kebutuhan listrik yang cukup dan handal untuk kepentingan umum. Untuk memenuhi permintaan listrik yang semakin meningkat pada masa mendatang, diyakini akan mendorong manajemen PLN untuk merumuskan dan mengoptimalkan sumber-sumber pendanaan berupa utang, ekuitas atau kombinasi keduanya yang membentuk struktur modal perusahaan, disamping skema bisnis

lainnya seperti sewa/ beli listrik dan *Independent Power Producer* (IPP). Bagaimanapun, besarnya kebutuhan pendanaan investasi tidak mungkin hanya dipenuhi dari sumber pendanaan internal saja. Inilah yang mendasari penulis melakukan penelitian ini.

Menurut hipotesis penulis keputusan struktur modal pada perusahaan di sektor ketenagalistrikan di Indonesia memiliki keunikan karena saat ini pangsa pasar (*market share*) masih dominan pada perusahaan/ badan usaha milik negara, dimana shareholder 100% dimiliki oleh negara. Input produksi seperti harga bahan bakar, suku cadang mesin, dan material lainnya secara umum ditentukan melalui mekanisme pasar, walaupun terdapat kebijakan atau regulasi tertentu yang bertujuan untuk memastikan kelangsungan (*sustainability*) operasional perusahaan. Sementara, harga jual produk juga ditentukan dengan regulasi, dimana terdapat beberapa kelas tarif seperti: rumah tangga, bisnis, publik dan industri. Tarif penjualan listrik sesuai dengan jenis dan kelas pelanggannya dikelompokkan menjadi 2, yakni: tarif subsidi dan non-subsidi. Tarif subsidi adalah nilai jual listrik yang mendapat subsidi dari pemerintah sebagai kompensasi menutupi perbedaan harga jual listrik yang nilainya di bawah biaya pokok penyediaan (BPP). Tarif subsidi hanya diberikan kepada pelanggan rumah tangga dengan golongan daya 450 VA dan 900 VA yang memenuhi persyaratan tertentu. Di luar kelompok ini dikenakan tarif non-subsidi.

Dalam RUPTL 2018-2027, dinyatakan bahwa untuk menjalankan peran sebagai penyedia listrik untuk kepentingan umum maka Perusahaan Listrik Negara (PLN) terus berusaha mengoptimalkan investasi pada infrastruktur

ketenagalistrikan. Pendanaan investasi tersebut dipenuhi dari berbagai sumber yaitu dana internal, pinjaman dan penyertaan modal negara (ekuitas). Pendanaan yang berasal dari sumber internal dan eksternal tersebut membentuk struktur modal pada perusahaan. Struktur modal suatu perusahaan bersifat unik yang berbeda dengan perusahaan lainnya meskipun mempunyai aktivitas bisnis dalam industri yang sama. Dan, keputusan struktur modal yang optimal menjadi perdebatan dalam hasil penelitian pada berbagai perusahaan/ industri di berbagai negara di dunia. Terdapat banyak faktor penentu (*determinant*) yang mempengaruhi keputusan penentuan struktur modal target (optimal).

Mengacu pada penelitian Alzomaia (2014), Alnajjar (2015), Rehman (2016) dan Haron (2016)., dan dengan mempertimbangkan keunikan dan ketersediaan data yang dipublikasi, maka dalam tesis ini dipilih faktor-faktor spesifik (*determinant*) perusahaan yang menentukan struktur modal yakni: *profitability*, *fixed assets ratio (FAR)*, *growth* dan *exchange rate risk*.

1.2 Rumusan Masalah

Adapun rumusan masalah yang menjadi perhatian dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

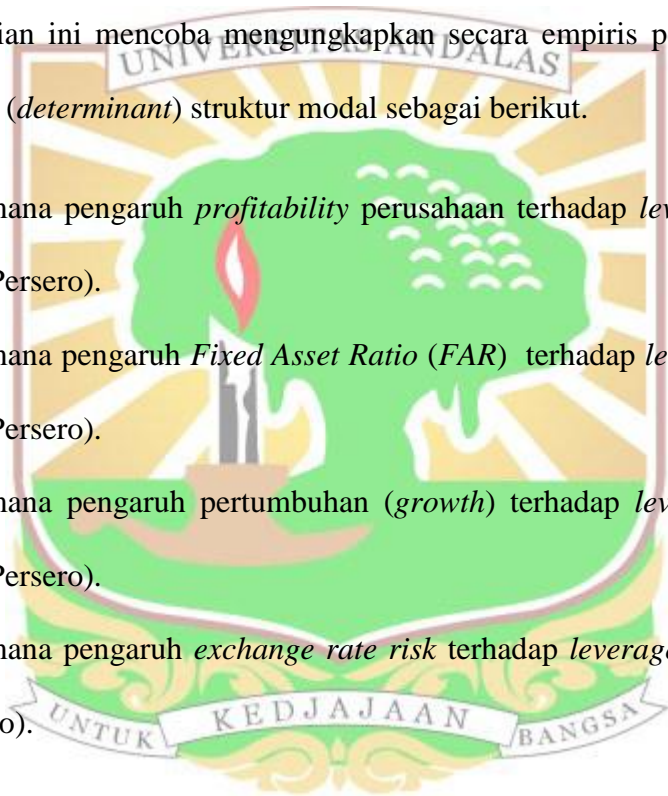
- a. Bagaimana pengaruh *profitability* perusahaan terhadap *leverage* pada PT PLN (Persero) ?
- b. Bagaimana pengaruh *Fixed Asset Ratio (FAR)* terhadap *leverage* pada PT PLN (Persero) ?

- c. Bagaimana pengaruh pertumbuhan (*growth*) terhadap *leverage* pada PT PLN (Persero) ?
- d. Bagaimana pengaruh *exchange rate risk* terhadap *leverage* pada PT PLN (Persero) ?

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini mencoba mengungkap secara empiris pengaruh faktor-faktor penentu (*determinant*) struktur modal sebagai berikut.

- a. Bagaimana pengaruh *profitability* perusahaan terhadap *leverage* pada PT PLN (Persero).
- b. Bagaimana pengaruh *Fixed Asset Ratio (FAR)* terhadap *leverage* pada PT PLN (Persero).
- c. Bagaimana pengaruh pertumbuhan (*growth*) terhadap *leverage* pada PT PLN (Persero).
- d. Bagaimana pengaruh *exchange rate risk* terhadap *leverage* pada PT PLN (Persero).



1.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini dapat digunakan untuk menambah ketersediaan data hasil analisis atau informasi terkait bagaimana pemilihan struktur modal dan implikasinya bagi suatu perusahaan. Hasil penelitian ini memberikan kontribusi untuk memperkaya sumber-sumber yang menganalisis strategi pemilihan struktur modal yang dapat dijadikan komparasi dalam menetapkan keputusan investasi

pada sektor ketenagalistrikan di Indonesia. Hasil penelitian ini dapat dijadikan studi kasus dan referensi yang berguna bagi *stakeholder* sebagai salah satu sumber data (input) dalam membuat keputusan investasi di sektor ini. Diharapkan, penelitian ini dapat berkontribusi dalam mendorong investasi pada sektor ketenagalistrikan di masa depan, sehingga dapat menyokong (men-*support*) kebutuhan listrik nasional yang pada akhirnya dapat mendorong pertumbuhan ekonomi di Indonesia.

1.5 Ruang Lingkup Penelitian

Tesis ini dibatasi oleh ruang lingkup penelitian yakni menginvestigasi beberapa faktor fundamental terpilih, baik internal maupun eksternal perusahaan yang mempengaruhi struktur modal pada PT PLN (Persero). Analisis dilakukan terhadap data sekunder yakni laporan keuangan konsolidasi yang dikeluarkan oleh PLN Kantor Pusat sebagai *holding company* melalui website www.pln.co.id. Penelitian ini tidak dilakukan terhadap entitas anak perusahaan. Di samping itu, berbagai data pendukung dalam melengkapi bahan analisis didapatkan dari lembaga-lembaga seperti: Kementerian Energi dan Sumber Daya Mineral (ESDM) RI, Bank Indonesia dan sumber-sumber lainnya.

1.6 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan tesis ini terdiri dari lima bab, yakni sebagai berikut.

Bab I Pendahuluan

Dalam bab ini dijelaskan mengenai latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian serta sistematika penulisan standar yang digunakan.

Bab II Tinjauan Literatur

Pada bagian ini diuraikan landasan teori yang dijadikan referensi dan relevan dengan permasalahan yang dibahas. Pengertian dan beberapa teori struktur modal dijelaskan secara ringkas. Kemudian dilanjutkan dengan studi beberapa penelitian terdahulu yang memberikan bukti-bukti empiris terkait *determinant* atau faktor-faktor yang menentukan struktur modal. Sub bab terakhir dari bagian ini memuat perumusan hipotesis dan model kerangka teoritis penelitian

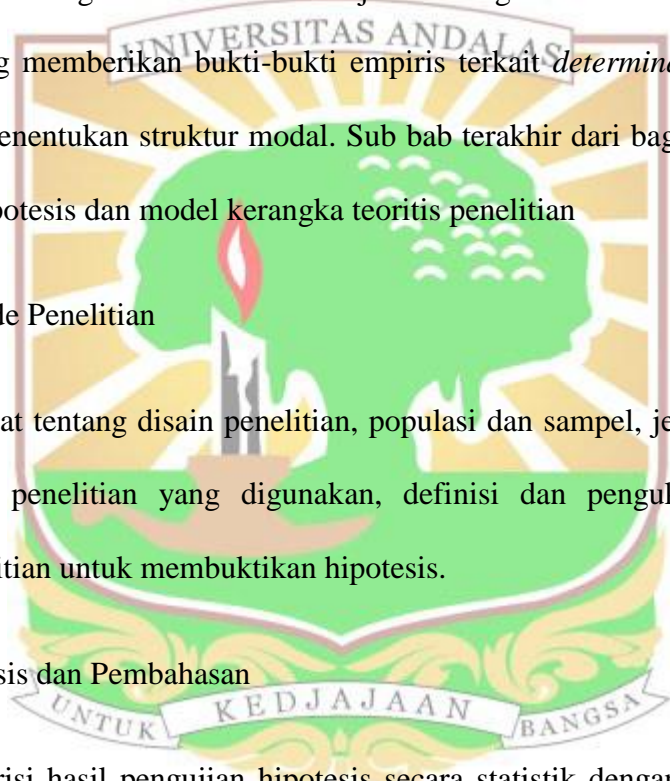
Bab III Metode Penelitian

Bab ini memuat tentang disain penelitian, populasi dan sampel, jenis dan sumber data, metode penelitian yang digunakan, definisi dan pengukuran variabel-variabel penelitian untuk membuktikan hipotesis.

Bab IV Analisis dan Pembahasan

Bagian ini berisi hasil pengujian hipotesis secara statistik dengan menggunakan metode pendekatan analisis yang telah diimplementasikan. Hal ini merupakan interpretasi dari jawaban atas rumusan masalah dan memberikan penjelasan bagaimana tujuan penelitian tercapai.

Bab V Kesimpulan dan Saran



Bab ini merupakan bagian akhir dari tulisan ini, memuat kesimpulan dan saran. Seluruh materi yang dimuat pada bab-bab sebelumnya dirangkum sebagai kesimpulan pada penelitian ini. Akhirnya, dikemukakan beberapa saran penulis untuk kemungkinan pengembangan lebih lanjut dari hasil penelitian ini.

