

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian

Badan Usaha Milik Negara (BUMN) memegang posisi yang strategis dan unik dalam struktur ekonomi Indonesia. Keberadaan BUMN tidak hanya bertujuan untuk mencari keuntungan komersial semata, tetapi juga mengemban mandat sebagai agen pembangunan (*agent of development*) yang berperan dalam meningkatkan kesejahteraan masyarakat (Nachrawi, 2021:127). Mandat pembangunan yang diemban BUMN, sejalan dengan tanggung jawab sosial dan lingkungan sesuai Peraturan Menteri BUMN PER-05/MBU/04/2021 mengenai Program Tanggung Jawab Sosial dan Lingkungan yang mencakup empat pilar pembangunan berkelanjutan, yaitu: Pilar Sosial, Pilar Lingkungan, Pilar Ekonomi, dan Pilar Hukum dan Tata Kelola (Masruroh, et al., 2022:189). Hal tersebut seringkali memaksa perusahaan, terutama di sektor infrastruktur, untuk mengambil proyek-proyek strategis.

BUMN merupakan pilar fundamental perekonomian nasional dengan skala yang masif. Dilansir dari Kementerian Keuangan, pada tahun 2019, tercatat terdapat 142 perusahaan BUMN yang mengelola total aset mencapai Rp8.092 triliun, melampaui aset *super holding company* Temasek (Singapura) yang bernilai Rp1.112,59 triliun dan Khazanah (Malaysia) sebesar Rp463,59 triliun. Skala aset yang luar biasa besar ini menunjukkan bahwa keputusan manajemen aset dan pendanaan oleh BUMN memiliki dampak sistemik yang

tidak dapat diabaikan terhadap stabilitas keuangan negara.

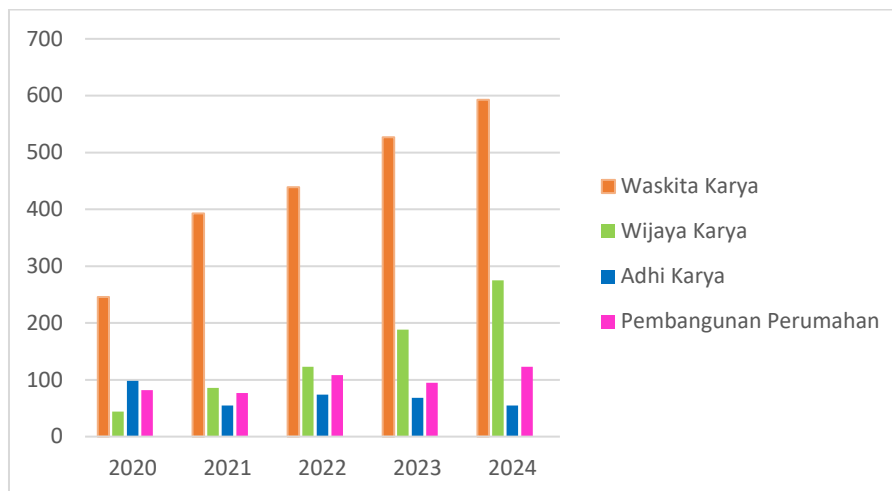
Kinerja kolektif BUMN juga kuat, mencapai laba bersih konsolidasi proyeksi rekor tertinggi di Rp303,7 triliun pada tahun 2022. Selain sebagai pengelola aset dan pencetak laba, BUMN juga memberikan kontribusi fiskal yang signifikan bagi Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara. Kontribusi total BUMN pada 2019 berupa dividen, setoran pajak, PNBPN Lainnya mencapai Rp470 triliun. Dilansir dari Media Keuangan, BUMN juga mencatat rekor dividen tertinggi sepanjang sejarah kepada pemerintah sebesar Rp82,1 triliun pada 2023. Namun, dividen tertinggi ini belum merefleksikan kinerja seluruh BUMN dan kontribusinya terhadap komponen APBN, hal tersebut justru menurun 33% hingga 46% pada 2023 dibandingkan 2019. BUMN ini sangat memainkan peran strategis dalam mendorong pembangunan infrastruktur prioritas, seperti pembangunan jalan tol, bandara, pelabuhan, jalur kereta api, serta pelaksanaan program energi besar (Negara, 2025:26). Peran BUMN sebagai akselerator Proyek Strategis Nasional ini menjadi kunci, namun peran tersebut membawa implikasi risiko finansial yang tinggi, terutama pada perusahaan yang bergerak di sektor konstruksi (BUMN Karya).

Meskipun kontribusi BUMN sangat vital, menurut Negara (2025:30) kinerja BUMN juga sering dibayangi oleh isu tata kelola perusahaan yang buruk dan liabilitas yang tidak terkendali. Fenomena ini mengarah pada kekhawatiran bahwa BUMN berada di ambang krisis finansial. Utang yang membengkak dikombinasikan dengan tata kelola yang tidak efektif dikhawatirkan dapat menghambat pembangunan nasional dan merusak

kepercayaan investor, baik domestik maupun internasional, terhadap prospek perusahaan BUMN.

Krisis liabilitas ini paling terlihat jelas pada BUMN Karya, sebagaimana dilansir dari Kumparan.com, utang BUMN Karya yang tercatat dalam laporan keuangan Bursa Efek Indonesia mencapai Rp274,82 triliun. Sementara utang BUMN Karya khusus di bank BUMN mencapai Rp46,21 triliun. Besarnya akumulasi utang tersebut telah memberikan tekanan parah pada laporan keuangan masing-masing perusahaan. Ini menggarisbawahi kegagalan manajemen risiko dalam menyelaraskan kebutuhan pendanaan proyek yang agresif dengan kemampuan perusahaan dalam mengelola arus kas dan kewajiban jangka panjang.

PT Waskita Karya (Persero) Tbk. menjadi studi kasus yang paling nyata dan kritis dalam krisis BUMN Karya. Tekanan utang yang dialami PT Waskita Karya (Persero) Tbk. yang begitu parah hingga Bursa Efek Indonesia mengumumkan keputusan suspensi perdagangan saham perusahaan pada Mei 2023. Bahkan berdasarkan gambar 1.1 jika dibandingkan dengan sesama BUMN Karya lain. Struktur modal PT Waskita Karya (Persero) Tbk. yang diprosikan melalui LDER, menunjukkan tingkat risiko yang jauh melampaui rata-rata industri dan pesaing sejenis. Secara visual menunjukkan kesenjangan yang lebar dalam tingkat leverage antar perusahaan karya. Fenomena leverage PT Waskita Karya (Persero) Tbk. yang ekstrem dan jauh melampaui peers ini menjadi masalah utama yang harus diteliti.



Sumber: <https://www.idx.co.id>. (diolah oleh penulis, 2025)

Gambar 1. 1
Grafik Struktur Modal BUMN Karya yang terdaftar di Bursa
Efek Indonesia Tahun 2020-2024

Untuk mengatasi kegagalan dalam mengelola utang ini, analisis harus didasarkan pada kerangka kerja Struktur Modal. Teori Struktur Modal, seperti *Trade-Off Theory* yang memprediksi struktur optimal berdasarkan keseimbangan manfaat dan biaya utang, dan *Pecking Order Theory* yang menekankan hierarki sumber pendanaan, menjadi kerangka solusi fundamental untuk mencari bauran utang dan ekuitas yang meminimalkan biaya modal dan risiko kebangkrutan (Isfaatun, et al., 2024:95).

Keputusan finansial dalam perusahaan secara fundamental mengikuti alur logis yang saling berkaitan, dimulai dari pendanaan (*Funding*). Keputusan Pendanaan ini menentukan bagaimana perusahaan memperoleh sumber dana, baik dari pinjaman maupun modal sendiri (Mawitjere, et al., 2025:11). Dana yang telah diperoleh dari keputusan pendanaan ini selanjutnya dialokasikan dalam keputusan Investasi, dimana perusahaan dapat membelanjakan modal

tersebut pada aset-aset produktif. Alokasi dana ini pada akhirnya membentuk komposisi kekayaan perusahaan yang disebut Struktur Aktiva. Secara esensial, struktur aktiva merupakan jumlah investasi pada suatu perusahaan, dan pasiva merupakan sumber-sumber yang digunakan untuk melakukan investasi tersebut (Nurchayati, et al., 2023:97).

Menurut Hidayat (2022:22) struktur aktiva merupakan aset – aset yang dimiliki oleh perusahaan yang dapat dijadikan jaminan untuk mendapatkan dana dari luar perusahaan. Secara teoritis, perusahaan dengan proporsi aset tetap yang tinggi cenderung memiliki struktur modal yang tinggi, karena aset tetap dapat digunakan sebagai kolateral, sesuai dengan *Trade-off Theory*. Menurut (Brigham & Houston, 2019:30) menyatakan bahwa pada *Trade-Off Theory* perusahaan akan mencapai struktur modal optimal dengan menyeimbangkan manfaat utang terhadap biaya utang. Dalam konteks *Trade-Off Theory*, Struktur Aktiva yang diukur dari rasio aset tetap terhadap total aset, bertindak sebagai nilai jaminan. Struktur Aktiva yang tinggi meningkatkan kemampuan perusahaan untuk menawarkan asetnya sebagai kolateral kepada kreditur ketika mengajukan pinjaman. Ketersediaan jaminan ini secara langsung mengurangi risiko yang dihadapi oleh kreditur, sehingga menurunkan biaya kesulitan keuangan dan biaya kebangkrutan yang diprediksi oleh *Trade-Off Theory*. Karena tingginya Struktur Aktiva dapat meminimalkan biaya kebangkrutan, perusahaan dapat meningkatkan utangnya hingga mencapai target rasio utang yang lebih tinggi, yang pada akhirnya menghasilkan pengaruh positif terhadap Struktur Modal.

Sejalan dengan *Trade-Off Theory*, penelitian yang dilakukan oleh Stoiljkovi (2023) dan Dewanti (2024) menemukan bahwa struktur aktiva pada perusahaan FnB dan perbankan berpengaruh positif terhadap Struktur Modal. Hasil ini menegaskan bahwa perusahaan yang memiliki Struktur Aktiva tinggi cenderung memiliki Struktur Modal yang lebih tinggi. Meskipun *Trade-Off Theory* dan bukti empiris awal memberikan prediksi hubungan positif yang jelas, penelitian yang dilakukan oleh Yuliarti (2020) dan Aruan et al (2022) menunjukkan adanya inkonsistensi, penelitian tersebut menunjukkan struktur aktiva pada perusahaan Fnb berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Bahkan penelitian yang dilakukan oleh Hermayanti et al (2023) dan Ompusunggu (2020) menunjukan bahwa struktur aktiva pada perusahaan pertambangan tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Likuiditas, yang umumnya diproksikan dengan *Current Ratio*, mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek yang jatuh tempo (Jirwanto, et al., 2024:23). Pengelolaan *current ratio* yang baik merupakan hal mendasar karena mencerminkan kas yang tersedia untuk operasional sehari-hari. Dari modal yang dimiliki perusahaan, likuiditas sangat memengaruhi Struktur Modal karena perusahaan dihadapkan pada keputusan apakah akan mengandalkan dana internal yang tersedia atau mencari pendanaan eksternal melalui utang.

Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal secara luas didukung oleh *Pecking Order Theory*. Menurut Brigham & Houston (2019:35) menyatakan bahwa pada *Pecking Order Theory* perusahaan mengikuti hierarki sumber

pendanaan, memprioritaskan dana internal sebelum mencari dana eksternal. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas tinggi cenderung menggunakan dana internal mereka untuk membiayai operasi atau investasi, sehingga mengurangi kebutuhan untuk mengambil utang baru. Upaya ini juga sejalan dengan strategi pencegahan kesulitan keuangan (*financial distress*), di mana perusahaan berupaya mempertahankan aset likuid sebagai bantalan, sehingga secara alami akan cenderung mengurangi utang dalam Struktur Modal. Dengan demikian, likuiditas yang tinggi akan berpengaruh negatif terhadap Struktur Modal.

Sejalan dengan *Pecking Order Theory*, penelitian yang dilakukan oleh Maulana & Ismanto (2024) dan Cahyono & Fitria (2022) menemukan bahwa Likuiditas pada perusahaan manufaktur berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Struktur Modal. Hasil ini berbanding terbalik dengan temuan (Nabayu et al (2020) dan Aprilia & Oktaviani (2024) yang menemukan bahwa Likuiditas pada perusahaan *property* dan *real estate* berpengaruh positif dan signifikan terhadap Struktur Modal. Bahkan penelitian yang dilakukan Kartikayanti & Ardini (2021) dan Anggita & Priyanto (2022) menemukan bahwa likuiditas pada perusahaan *property* dan *real estate* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Secara umum, Risiko Bisnis didefinisikan sebagai volatilitas gambaran pendapatan perusahaan (Ramdhaniyati, et al., 2023:89). Risiko ini bersifat fundamental dan inheren dalam industri tempat perusahaan beroperasi. Dalam analisis keuangan, Risiko Bisnis sering diprosikan menggunakan *Degree of*

Operating Leverage (DOL) atau volatilitas laba (Hidayat, 2022 : 33). Dari sudut pandang investor dan kreditur, Risiko Bisnis menunjukkan apakah perusahaan memiliki risiko kebangkrutan yang tinggi atau tidak, terutama karena arus kas yang tidak stabil. Proksi-proksi alternatif dapat digunakan, namun DOL secara efektif menangkap tingkat risiko operasional yang tidak dapat dihindari. Investor akan memandang perusahaan dengan volatilitas pendapatan tinggi sebagai entitas yang memiliki risiko bisnis yang signifikan.

Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi, yang diukur dari variabilitas laba kotor, cenderung menghindari utang karena takut kesulitan melunasi utang saat menghadapi ketidakpastian operasional (Harahap & Yusra, 2025). Pendapat ini sejalan dengan *Trade-off Theory*, dimana tingginya risiko harus diimbangi dengan rendahnya utang untuk mencegah risiko kebangkrutan. Apabila terjadi peningkatan risiko kebangkrutan maka akan berdampak langsung pada pihak pemberi pinjaman, yang kemudian akan meningkatkan biaya dana (*cost of fund*) yang dikenakan kepada perusahaan. Untuk menghindari peningkatan biaya dana dan probabilitas gagal bayar, perusahaan didorong untuk mengurangi penggunaan utang. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi secara teoritis harus mempertahankan tingkat utang yang rendah, menghasilkan pengaruh negatif terhadap Struktur Modal.

Konsistensi dengan prediksi *Trade-off Theory* didukung oleh penelitian Nurhayadi et al (2021) dan Simon et al (2025) yang menemukan bahwa Risiko Bisnis pada perusahaan *property* dan *real estate* berpengaruh negatif terhadap

Struktur Modal. Temuan ini memperkuat gagasan bahwa manajer keuangan secara rasional akan menghindari utang berlebihan ketika prospek pendapatan mereka sangat tidak stabil. Meskipun teori mendukung hubungan negatif, penelitian yang dilakukan oleh Fitra (2021) dan Zahro et al (2022) menemukan bahwa Risiko Bisnis pada perusahaan manufaktur dan FnB berpengaruh Positif terhadap Struktur Modal. Bahkan penelitian yang dilakukan oleh Valencia & Dermawan (2024) dan Arini & Rohyani (2022) menemukan bahwa Risiko Bisnis pada perusahaan sub sektor non-siklikal yang terdaftar di BEI tidak berpengaruh terhadap Struktur Modal.

Berdasarkan Undang-Undang Ketentuan Umum dan Tata Cara Perpajakan (UU KUP), pajak merupakan kontribusi wajib kepada negara yang terutang oleh orang pribadi atau badan yang bersifat memaksa berdasarkan Undang-Undang, dengan tidak mendapatkan imbalan secara langsung dan digunakan untuk keperluan negara bagi sebesar-besarnya kemakmuran rakyat. Pajak yang diprosikan melalui *Effective Tax Rate*, merupakan faktor eksternal penting yang secara fundamental memengaruhi struktur modal. Pajak disini merujuk pada insentif penghematan pajak (*tax shield*) yang ditawarkan oleh penggunaan utang, yaitu bunga pinjaman dapat dikurangkan dari pendapatan kena pajak. Menurut Kumalasari & Wahyudin (2020) secara umum, ETR mengukur beban pajak efektif yang ditanggung perusahaan relatif terhadap laba sebelum pajak.

Pengaruh Pajak terhadap Struktur Modal dijelaskan secara eksplisit oleh *Trade-Off Theory*, yang menyatakan bahwa nilai perusahaan akan meningkat seiring dengan peningkatan penggunaan utang karena adanya manfaat

pengurangan beban pajak. Semakin tinggi *Effective Tax Rate*, maka semakin besar insentif bagi perusahaan untuk mengambil utang guna memaksimalkan penghematan pajak ini. Oleh karena itu, *Trade-Off Theory* memprediksi bahwa Pajak akan berpengaruh positif terhadap Struktur Modal. Menurut Triyonowati (2022:79) perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi dan potensi *tax shield* yang besar secara rasional akan meningkatkan utang untuk menyeimbangkan manfaat pajak dengan biaya kesulitan keuangan.

Konsistensi dengan prediksi *Trade-Off Theory* didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Sarjana & Yadnya (2020) dan Aprilla et al (2023) yang menemukan bahwa pajak pada perusahaan farmasi berpengaruh positif terhadap Struktur Modal. Namun, temuan ini tidak selalu konsisten. Penelitian lain, seperti yang dilakukan oleh Zalukhu et al (2020) dan Rizal (2021) justru menemukan bahwa pajak pada perusahaan *property* dan *real estate* berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Bahkan penelitian yang dilakukan oleh Ekinanda et al (2021) menunjukkan bahwa pajak tidak berpengaruh terhadap Struktur Modal.

Beberapa penelitian yang berhubungan dengan pengaruh Struktur Aktiva, Likuiditas, Risiko Bisnis dan Pajak terhadap Struktur Modal telah banyak dilakukan oleh peneliti-peneliti terdahulu, namun menunjukkan hasil yang tidak konsisten dan belum ada penelitian yang spesifik menguji faktor-faktor tersebut terhadap struktur modal BUMN Karya terutama pada PT Waskita Karya (Persero) Tbk. Hal tersebut menunjukkan adanya kesenjangan penelitian yang penting untuk diisi.

Berdasarkan uraian permasalahan dan fenomena yang telah diuraikan serta berbagai penelitian terdahulu mengenai pengaruh Struktur Aktiva, Likuiditas, Risiko Bisnis dan Pajak terhadap Struktur Modal. Maka penulis mengambil judul penelitian ini **“PENGARUH STRUKTUR AKTIVA, LIKUIDITAS, RISIKO BISNIS DAN PAJAK TERHADAP STRUKTUR MODAL (Pada PT Waskita Karya (Persero) Tbk)”**.

1.2. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, maka terdapat permasalahan terkait dengan Struktur Modal pada PT. Waskita Karya (Persero) Tbk. yang cenderung mengalami kenaikan setiap tahunnya yang kemungkinan disebabkan oleh Struktur Aktiva, Likuiditas, Risiko Bisnis dan Pajak, maka identifikasi masalah dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Bagaimana Struktur Aktiva, Likuiditas, Risiko Bisnis dan Pajak terhadap Struktur Modal PT. Waskita Karya (Persero) Tbk?
2. Bagaimana pengaruh Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal PT. Waskita Karya (Persero) Tbk?
3. Bagaimana pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal PT. Waskita Karya (Persero) Tbk?
4. Bagaimana pengaruh Risiko Bisnis terhadap Struktur Modal PT. Waskita Karya (Persero) Tbk?
5. Bagaimana pengaruh Pajak terhadap Struktur Modal PT. Waskita Karya (Persero) Tbk?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan permasalahan yang telah dirumuskan, maka penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis sebagai berikut:

1. Struktur aktiva, Likuiditas, Risiko Bisnis dan Pajak terhadap Struktur Modal PT. Waskita Karya (Persero) Tbk.
2. Pengaruh Struktur Aktiva terhadap Struktur Modal PT. Waskita Karya (Persero) Tbk.
3. Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal PT. Waskita Karya (Persero) Tbk.
4. Pengaruh Risiko bisnis terhadap Struktur Modal PT. Waskita Karya (Persero) Tbk.
5. Pengaruh Pajak terhadap Struktur Modal PT. Waskita Karya (Persero) Tbk.

1.4. Kegunaan Hasil Penelitian

Hasil penelitian yang diperoleh diharapkan dapat berguna untuk pengembangan ilmu dan terapan ilmu.

1.4.1. Kegunaan Teoritis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi tambahan ilmu pengetahuan di bidang manajemen keuangan khususnya pembahasan mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dan analisa pengaruh Struktur Aktiva, Likuiditas, Risiko Bisnis dan Pajak terhadap Struktur Modal pada PT. Waskita Karya (Persero) Tbk. yang terdaftar di Bursa

Efek Indonesia sehingga dapat digunakan sebagai tambahan referensi bagi penelitian berikutnya.

1.4.2. Kegunaan Praktis

a. Bagi Penulis

Penelitian ini diharapkan bisa menambah pemahaman terhadap permasalahan yang diteliti sehingga menambah wawasan dan pengetahuan baik teori maupun aplikasi dengan kenyataan yang ada di lapangan, terutama mengenai struktur aktiva, likuiditas, risiko bisnis, pajak dan struktur modal.

b. Bagi Perusahaan

Penelitian ini diharapkan bisa memberikan manfaat bagi perusahaan terutama oleh pihak manajemen sebagai masukan yang dapat dijadikan tolak ukur pemikiran dalam menyusun suatu struktur modal yang optimal dengan mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhinya dan dapat menjadi dasar pertimbangan dalam menentukan besarnya dana, baik yang bersumber dari hutang maupun modal sendiri untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan.

c. Bagi Investor

Penelitian ini diharapkan bisa memberikan manfaat bagi pihak perusahaan sebagai bahan masukan atau pertimbangan dalam menentukan alternatif pendanaan dan untuk meningkatkan kinerja perusahaan sekaligus mempertimbangkan kebijakan calon investor dalam menanamkan modalnya di suatu perusahaan.

1.5. Lokasi dan Waktu Penelitian

1.5.1. Lokasi Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada PT. Waskita Karya (Persero) Tbk yang datanya diperoleh dari website resmi PT. Waskita Karya (Persero) Tbk (<https://www.waskita.co.id>).

1.5.2. Waktu Penelitian

Penelitian ini dimulai pada bulan September 2025 sampai dengan April 2026 sesuai dengan jadwal yang terlampir pada lampiran 1.