

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian

Sebuah perusahaan dalam menjalankan aktivitas sehari-hari maupun rencana bisnisnya pasti memerlukan dana. Dana yang dibutuhkan perusahaan dapat diperoleh dari dana internal (*internal financing*) dan/atau dana eksternal (*external financing*). Dana internal merupakan dana yang berasal dari dalam perusahaan sendiri yaitu depresiasi atau laba ditahan (*retained earning*). Sedangkan dana eksternal berasal dari kreditor atau investor ekuitas. Pemilihan sumber dana tersebut harus dilakukan oleh manajer secara hati-hati karena kesalahan dalam penentuan sumber dana akan dapat menyebabkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) yang bisa berakibat perusahaan mengalami kebangkrutan (*bankruptcy*).

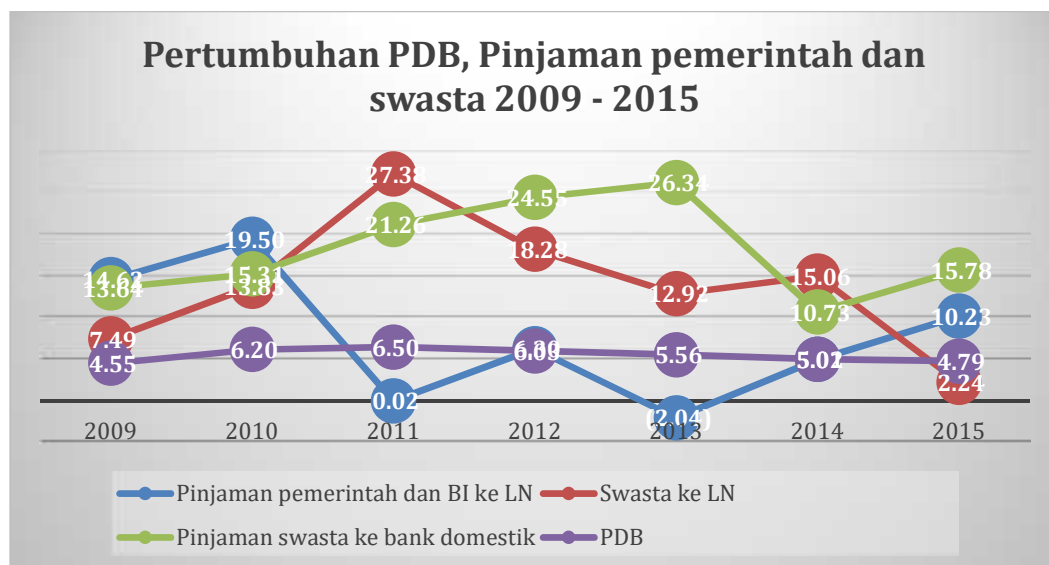
Penggunaan dana internal menguntungkan perusahaan karena tidak membutuhkan biaya untuk mendapatkan namun jumlahnya terbatas. Selain itu, pemegang saham (*share holder/ stock holder*) juga berkepentingan terhadap pembagian deviden yang dibagikan dari laba ditahan. Pendanaan eksternal yang berasal dari kreditor (*debt financing*) disebut dengan hutang dan memiliki keunggulan yaitu : (1) bunga yang dibayarkan atas hutang dapat dijadikan pengurang pajak (*taxes shield*) (2) cicilan terhadap pokok hutang jumlahnya tetap, sehingga perusahaan tidak perlu memberikan bagian laba jika keuntungan perusahaan tinggi. Kelemahan yaitu : (1) penggunaan hutang dalam jumlah besar akan meningkatkan risiko perusahaan (2) jika keuntungan perusahaan turun

drastis, sehingga laba operasi tidak mampu menutup beban bunga dan pembayaran pokok hutang, maka perusahaan akan mengalami kesulitan (Brigham dan Houston, (2011), Van Horne (1999), Keown, et. al., (2005), Ross et. al. (2008)). Sedangkan yang berasal dari investor ekuitas (saham) berupa penerbitan saham baru akan menyebabkan pemilik lama berkurang proporsi kepemilikannya (*dilution*).

Data Biro Pusat Statistik (BPS) menunjukkan bahwa hutang pemerintah dan bank sentral maupun hutang swasta dari tahun ke tahun terus meningkat, namun peningkatan terbesar oleh swasta. Tahun 2015 jika dibandingkan dengan tahun 2008, hutang pemerintah dan bank sentral meningkat sebesar 65.14% sedangkan swasta 144.91% dan swasta terhadap bank domestic 220.55%. Secara lengkap dapat dilihat pada gambar 1.1 :

Gambar 1.1

Pertumbuhan PDB, Pinjaman Pemerintah dan swasta 2009 – 2016



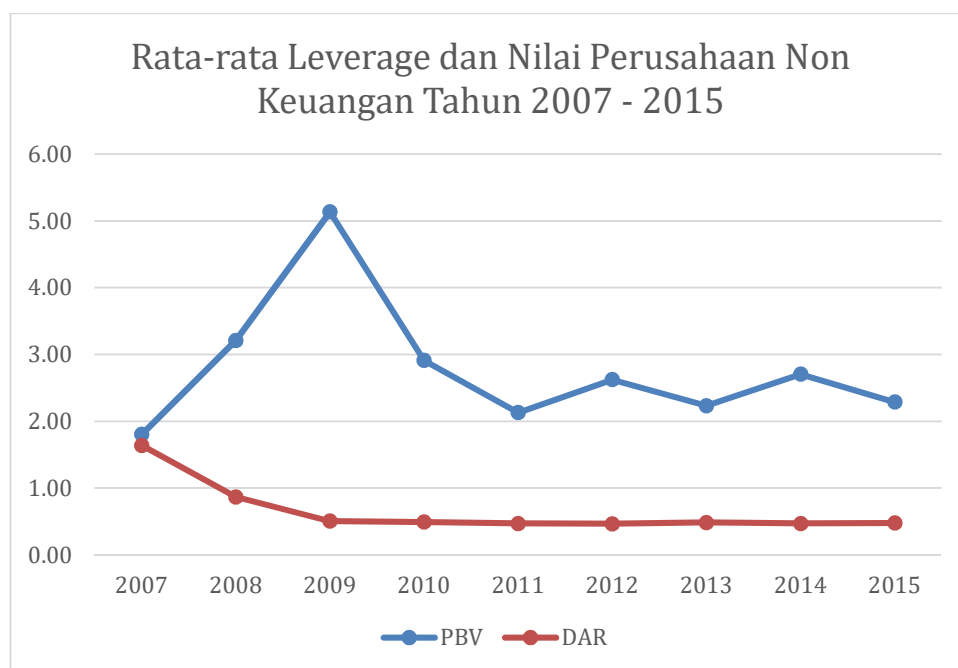
Sementara itu, LPI (Laporan Perekonomian Indonesia) yang diterbitkan oleh Bank Indonesia (BI) menunjukkan perilaku perusahaan dalam mendanai aktivitasnya. Ketika terjadi kontraksi perekonomian seperti yang terjadi pada tahun 2009 dimana pertumbuhan PDB 4,55% menurun dibandingkan tahun 2008 yaitu 6,01% yang berakibat terhadap penurunan keuntungan yang diperoleh perusahaan, maka mereka melakukan efisiensi. Efisiensi tersebut diantaranya dilakukan dengan cara memanfaatkan dana internal yang masih tersedia yaitu laba ditahan dan inventori serta mengurangi pinjaman perbankan. Ketika kondisi perekonomian membaik, seperti yang ditunjukkan tahun 2010 dan 2011, banyak perusahaan melakukan IPO (*Initial Public Offering*), *right issue* atau penerbitan obligasi. Hal ini, menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang ada di Indonesia menjaga proporsi hutang mereka pada level tertentu yang dianggap menguntungkan perusahaan.

Penggunaan hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang dan saham yang dilakukan oleh perusahaan dinamakan *financial mix*, sedangkan besarnya proporsi hutang yang dimiliki oleh perusahaan dalam waktu tertentu diistilahkan dengan struktur modal (*capital structure*) (Van Horne (1999), Keown, at al., 2005, Ross at al. (2008)). Bagi perusahaan permasalahan adalah: apakah hutang tersebut menguntungkan? Jika ya, berapa berapa besar proporsi hutang dalam struktur modal yang seharusnya; sehingga akan memaksimalkan nilai perusahaan (*value of the firm*)?

Gambar 1.2 pergerakan dari nilai perusahaan yang di proxykan dengan PBV dan leverage sector non keuangan tahun 2007 – 2015.

Gambar 1.2

Pergerakan 2009 – 2016 Nilai Perusahaan dan Leverage Sektor Non keuangan tahun 2007 – 2015



Sumber : data hasil olahan

Gambar 1.2 menunjukkan pergerakan tingkat hutang perusahaan ($DAR = Debt Asset Ratio$) dan nilai perusahaan ($PBV = Price Book Value$). Terlihat dari grafik bahwa mulai tahun 2007, leverage sektor non keuangan mengalami penurunan, setelah tahun 2009 relatif stabil, sedangkan nilai perusahaan yang diproyeksikan dengan PBV, tahun 2007 – 2009 mengalami kenaikan yang tajam, kemungkinan hal tersebut karena saat 2008 – 2009 terjadi krisis keuangan sehingga menyebabkan harga saham fluktuatif, akibatnya value dari perusahaan terpengaruh. Pergerakan naik turun ratio keuangan DAR dan PBV dalam jangka panjang dan cenderung menuju arah tertentu, menurut Lev (1969) merupakan ciri-ciri konvergensi, artinya ratio keuangan tersebut melakukan penyesuaian

(*adjustment*). Penelitian Surjoko dan Dewi (2012) memberi bukti adanya kecepatan penyesuaian dari ratio keuangan menuju ratio yang ditargetkan. Adanya kecepatan penyesuaian tersebut, menurut Heshmati (2001) menunjukkan salah satu ciri model dinamis.

Sementara itu, perdebatan para ahli keuangan mengenai struktur modal sampai saat ini belum juga selesai. Perdebatan tersebut dipicu oleh jurnal Modigliani dan Miller (1958) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh (*irrelevance*) terhadap nilai perusahaan (*value of the firm*).

Baxter (1967) menunjukkan bahwa ada *trade-off* antara keuntungan pengenaan pajak (*taxes shield*) dengan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*), DeAngelo dan Masulis (1980), Krauss dan Litzenberger (1973), Robichek dan Myers (1966) dan Scot (1976) menunjukkan bahwa perusahaan akan memanfaatkan keseimbangan antara manfaat dan biaya yang ditimbulkan akibat penggunaan hutang. Teori tersebut dinamakan dengan *Trade Off Theory* atau *Balancing Theory*. Myers, (1984); Myers dan Majluf, (1984), berdasarkan informasi yang asimetri, argumen keuntungan dari pajak (*taxes shield*), dan signifikannya biaya transaksi mengembangkan *Pecking Order Theory*. Jensen dan Meckling (1976) berdasarkan hubungan keagenan (*agency relationship*), mengembangkan *Agency Theory*. Ross dalam Megginson (1997) berdasarkan informasi yang asimetri antara *well-informed* manager dan *poor-informed* stockholder memperkenalkan *Signaling Theory*. Sedangkan *Market Timing Theory* mencoba menghubungkan keputusan struktur modal dengan keputusan

untuk menerbitkan saham baru (Lucas dan McDonald, 1990; Korajczyk, Lucas, dan McDonald, 1992).

Kemudian *Trade-off Theory* dikembangkan oleh para ahli, dari hanya sebatas membahas *bankruptcy cost* dan *tax deductible* (DeAngelo dan Masulis, 1980), menjadi pencarian struktur modal yang optimal. Teori ini memprediksi bahwa struktur modal akan optimal jika terjadi keseimbangan antara biaya dan keuntungan yang ditimbulkan oleh perusahaan dalam menggunakan hutang dan ekuitas. Jika terdapat penyimpangan antara struktur modal saat ini dengan struktur modal optimal agar nilai perusahaan tetap maksimal, maka perusahaan akan berusaha menyesuaikan dengan cara menerbitkan atau pembelian kembali (*issuing and repurchasing*) baik terhadap surat hutang maupun ekuitas. Jadi, menurut konsep ini struktur modal akan bergerak terus dari waktu ke waktu ke arah suatu target yang ingin dicapai (Fischer et. al, 1989).

Teori dari Fischer et al. (1989), tersebut kemudian dinamakan dengan *Dynamic Trade-Off Theory*. Teori menunjukkan adanya ruang (*range*) optimal yang memungkinkan leverage perusahaan bergerak mengikuti perubahan determinannya. Lebih lanjut, Frank dan Goyal (2005), Flannary dan Hankins (2007) menyatakan bahwa pergerakan mencapai struktur modal optimal, dibutuhkan waktu dan biaya. Kecepatan perusahaan untuk menyesuaikan kearah struktur modal optimal dinamakan *Speed of Adjustment*, (SOA, Kecepatan Penyesuaian) sedangkan biaya yang dibutuhkan yaitu biaya penyesuaian atau *adjustment cost*. Penelitian Faulkender et. al. (2008) menunjukkan pentingnya peran biaya penyesuaian terhadap kecepatan penyesuaian. Mitani (2007) menduga

bahwa biaya penyesuaian tersebut berasal dari tambahan biaya pendanaan eksternal, seperti antara lain biaya legalitas perusahaan dan biaya bank. Byoun (2008) menunjukkan bahwa penyesuaian menuju leverage optimal, akan dilakukan oleh perusahaan baik ketika struktur modal berada di atas ataupun di bawah leverage yang ditargetkan (Flannery dan Rangan, (2006)).

Penelitian mengenai struktur modal yang dilakukan selama ini, umumnya menggunakan model statis, tetapi model statis menurut pengamatan Heshmati (2001) memiliki beberapa kekurangan. **Pertama**, leverage aktual atau leverage teramati (biasa digunakan sebagai parameter struktur modal yang optimal) sebenarnya terdeviasi dari leverage optimalnya. **Kedua**, analisis statis tidak mampu menangkap kedinamisan yang terjadi pada lingkungan perusahaan yang senantiasa berubah. **Ketiga**, penyesuaian menuju struktur modal optimal yang dilakukan oleh perusahaan tidaklah konstan, namun akan bergerak sepanjang waktu sesuai dengan kondisi internal maupun eksternal perusahaan.

Studi struktur modal dengan pendekatan statis seperti yang dijelaskan diatas, menempatkan *leverage ratio* yang aktual sebagai *leverage ratio* yang optimal, kemudian perilakunya dikaji berdasarkan faktor-faktor karakteristik perusahaan dan eksternal. Faktor karakteristik perusahaan meliputi faktor endogeneous dan faktor eksogeneous. Sedangkan faktor eksternal perusahaan mencakup faktor institusional dan faktor ekonomi makro.

Myers (1984) menyatakan penyesuaian yang dilakukan oleh perusahaan tidaklah terjadi sekaligus, tetapi sebagian demi sebagian, akibat dari biaya penyesuaian tidak sama dengan nol. Dengan demikian, hasil-hasil studi dengan

pendekatan statis, dilemahkan dengan kenyataan adanya variabilitas dalam ratio leverage perusahaan – perusahaan karena perilaku dinamikinya (Saadah dan Prijadi, (2012)). *Noise* yang diintroduksir oleh perilaku dinamik ini, akan menciptakan bias jika dilakukan dengan model statis. Gaud et al. (2005) menyatakan bahwa proses pergerakan tersebut, menunjukkan adanya ciri dinamik.

Masalah lain dalam struktur model dinamis adalah perhitungan kecepatan penyesuaian. Untuk menghitung/menduga kecepatan penyesuaian, dibutuhkan leverage yang ditargetkan/leverage optimal. Sayangnya, menurut Farhat (2003) para ahli belum sepakat mengenai proxy dari leverage yang ditargetkan tersebut. Padahal kesalahan dalam menentukan proxy dari leverage yang ditargetkan tersebut, berakibat terhadap akurasi dan konsistensi dari teori struktur modal yang optimal. (Farhat, 2003). Namun hasil penelitian Xu (2007) di Bursa Efek China yang membandingkan kecepatan penyesuaian antara model yang leverage yang ditargetkan menggunakan proxy fitted dari determinan leverage yang ditargetkan dengan median leverage industry, memberi hasil yang tidak jauh berbeda yaitu 15% dengan 18%

Masalah lain, dalam struktur modal adalah adanya heterogenitas diantara industry. Adalah MacKay dan Philips (2005) menunjukkan pentingnya peran industry dan bagaimana hal tersebut mempengaruhi struktur keuangan dari setiap perusahaan dalam industry tersebut. Elsa dan Florysiak (2011) menegaskan adanya heterogenitas dalam industry dan terdapat perbedaan kecepatan penyesuaian pada berbagai kelompok industry. Penelitian yang dilakukan oleh Getzmann, Lang dan Spremann (2010, 2015) menunjukkan adanya perbedaan

kecepatan penyesuaian diantara sector industry non keuangan pada berbagai negara di Asia, Eropa dan US dengan kisaran 16% sampai dengan 73%. Penelitian Saadah dan Priyadi (2012) di Bursa Efek Indonesia, menunjukkan bahwa kecepatan penyesuaian berbeda diantara subsektor industri satu dengan yang lain, dimana sektor Rokok, Farmasi dan kebutuhan Rumah Tangga memiliki kecepatan penyesuaian terbesar dan sektor makanan dan minuman terendah.

Sementara ini, umumnya penelitian mengenai struktur modal dinamis dilakukan di negara maju. (Jalilvand and Harris, (1984); Titman and Wessels, (1988); Harris dan Raviv, (1991); Myers, (2001); Hovakimian et. al., (2001); Lemmon et. al., (2008)) meneliti di negara Amerika Serikat, Rajan and Zingales (1995) negara-negara yang termasuk kelompok G-7, Hestmati (2001) di negara Swedia, Haas dan Peeter (2004) Eropa Timur, Nivorozhkim (2003) Czech dan Bulgaria, Eropa, Gaud et al. (2005) di Swiss, Getzmann, Lang dan Spremann (2010) (Asia); Mahakud dan Mukherjee (2011) di India, Haron dan Ibrahim (2012) di Malaysia, Haron et. al. (2013) Thailand, Haron dan Ibrahim (2016) pasar modal Islamic (*Islamic Capital market*) Malaysia, Indonesia (Saadah dan Priyadi (2012), Nosita (2016), Effendi, Heriyaldi dan Rum (2016).

Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan mengembangkan model struktur modal dinamis sebagaimana Ozkan (2001) dan Gaud et. al. (2005). Untuk melihat heterogenitas diantara sector industri, penulis mengikuti cara Ying, Albaity and Zainir (2016). Sedangkan perbedaan penyesuaian berdasarkan proxy dari leverage yang ditargetkan, menggunakan model yang dikembangkan oleh Xu (2007). Harapan penelitian ini,

akan memberikan tambahan wawasan mengenai penelitian struktur modal, khususnya perilaku struktur modal dinamis pada sector industry yang ada.

1.2. Pembatasan Masalah dan Rumusan Masalah

1.2.1. Pembatasan Masalah

Penelitian ini menggunakan perusahaan yang termasuk kedalam kelompok industry non keuangan dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009 – 2015. Pemilihan industri non keuangan dengan pertimbangan bahwa antara perusahaan keuangan dan non keuangan mempunyai karakteristik yang berbeda khususnya pada struktur modalnya dan bisa menimbulkan bias pada hasil riset bila kedua kelompok industri tersebut digabung. Hal tersebut karena struktur modal sektor keuangan diatur oleh regulasi. Selain itu, terdapat perbedaan sistem akuntansi antara sektor keuangan dengan non keuangan. Pemilihan waktu 2009 – 2015 diharapkan perusahaan-perusahaan yang diteliti sudah dalam kondisi stabil akibat krisis keuangan 2008, sehingga hasil yang diperoleh akan lebih persisten.

Sedangkan klasifikasi industri berdasarkan menggunakan pengelompokan industri di Bursa Efek Indonesia yang mengelompokkan industri perusahaan di Indonesia terbagi menjadi 3 kelompok industri besar, yaitu sector primer yaitu : industri agribisnis/*agricultural*, pertambangan/*mining*, sector sekunder atau manufaktur : industri dasar dan kimia/*basic industry and chemical*; aneka industri/*miscellaneous industry*; industri barang konsumsi/*consumer goods industry*; industri properti, real estate dan konstruksi bangunan/*property, real estate and building construction industry*; industri infrastruktur, industri prasarana, utilitas, dan sector tertier yaitu : transportasi/*infrastructure, utilities and*

transportation industry; industri keuangan/*finance industry*; industri perdagangan, jasa dan investasi/*trade, services and investment industry*. Sektor industry keuangan kemudian dikeluarkan.

Penelitian ini untuk menduga leverage optimal/leverage yang ditargetkan memodifikasi model struktur modal dinamis dari Ozkan (2001) dan Gaud et. al. (2005), untuk analisis sector industry dilakukan secara terpisah sebagaimana dilakukan oleh Ying, Albaity and Zainir (2016) Sedangkan model untuk menduga kecepatan penyesuaian berdasarkan proxy leverage yang ditargetkan, menggunakan cara Xu (2007) .

1.2.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan pembatasan masalah tersebut, maka permasalahan dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah respon determinan leverage yang ditargetkan merupakan struktur modal dinamis?
2. Berapakah kecepatan penyesuaian berdasarkan sektor industry yang ada di Indonesia?
3. Berapakah kecepatan penyesuaian dari berbagai proxy leverage yang ditargetkan diantara sector industry yang ada di Indonesia?

1.3. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Menguji determinan leverage yang ditargetkan menggunakan struktur modal dinamis.

2. Menghitung kecepatan penyesuaian (SOA, *Speed of Adjustment*) struktur modal pada sector industry yang ada di Bursa Efek Indonesia.
3. Menghitung kecepatan penyesuaian (SOA, *Speed of Adjustment*) perbedaan proxy leverage optimal atau leverage yang ditargetkan diantara sector industry yang ada di Indonesia.

1.4. Kegunaan Penelitian

1.4.1. Kegunaan Praktis

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi kepada praktisi dan regulator sebagai bahan pertimbangan dalam membuat kebijakan di pasar modal khususnya yang berhubungan dengan struktur modal.

1. Emiten/Perusahaan

Struktur modal merupakan salah satu factor penting dalam menentukan strategi perusahaan di masa yang akan datang, diharapkan hasil penelitian ini akan memberikan kontribusi bagi manajer dalam hal menentukan struktur modal yang optimal.

Diharapkan pula penelitian ini, akan memberikan gambaran mengenai kecepatan penyesuaian struktur modal dari setiap sektor industry serta proxy leverage yang ditargetkan.

2. Investor/calon investor

Investor maupun calon investor sangat berkepentingan mengenai prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Dengan mengetahui kondisi leverage saat ini dan leverage yang ditargetkan, maka investor dapat memperkirakan apakah perusahaan tersebut *underleverage* atau *overleverage*. Selain itu,

kecepatan penyesuaian yang tinggi yang dimiliki oleh perusahaan, menunjukkan bahwa biaya rekapitalisasi rendah, biaya modal (*cost of capital*) relative rendah dan optimal, juga menunjukkan adanya fleksibilitas keuangan dari perusahaan tersebut.

Hasil penelitian ini, diharapkan investor akan memahami metode terbaik untuk menduga leverage yang ditargetkan.

3. **Pemerintah/regulator**

Krisis moneter yang melanda Indonesia tahun 1998 salah satu dipicu oleh penggunaan leverage yang berlebihan oleh perusahaan. Karena itu, dengan hasil penelitian ini, diharapkan pemerintah akan lebih berhati-hati dalam hal penentuan kebijakan kredit.

1.4.2. Kegunaan Teoritis

Metodologi struktur modal dinamis, merupakan area relative baru bagi penelitian struktur modal di Indonesia. Penelitian ini diharapkan akan memberikan masukan bagi penelitian struktur modal mengenai penelitian struktur modal yang ditargetkan dengan pendekatan dinamis dan sector industry.