

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dalam menjalankan sebuah perusahaan, seorang manajer keuangan perlu mempertimbangkan tiga keputusan penting yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Ketiga keputusan tersebut meliputi keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan dividen. Salah satu keputusan penting yang perlu diperhatikan oleh seorang manajer adalah keputusan pendanaan. Ketika mengambil suatu keputusan pendanaan, seorang manajer harus secara teliti mempertimbangkan sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih, dikarenakan masing-masing sumber dana baik hutang maupun ekuitas memiliki konsekuensi finansial yang berbeda.

Berbagai penelitian empiris mengenai struktur modal perusahaan telah dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui teori struktur modal yang mampu menjelaskan tentang keputusan pendanaan perusahaan. Keputusan pendanaan perusahaan berarti bagaimana seorang manajer keuangan menentukan struktur modal yang optimal bagi perusahaan. Struktur modal menjadi isu yang penting bagi perusahaan, dikarenakan struktur modal berimplikasi langsung terhadap nilai suatu perusahaan atau kesejahteraan pemegang saham. Struktur modal mengindikasikan proporsi penggunaan hutang dan ekuitas sebagai sumber dana yang dimiliki oleh perusahaan. Teori struktur modal pertama kali dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1958) yang menyatakan bahwa antara perusahaan yang menggunakan hutang dengan perusahaan yang tidak menggunakan hutang, keduanya akan memiliki nilai perusahaan yang sama pula. Hal ini mengindikasikan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian lanjutan

dilakukan oleh Modigliani dan Miller (1963) dengan memasukkan unsur pajak, ditemukan bahwa nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih tinggi dibandingkan nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Hal ini dikarenakan perusahaan yang menggunakan hutang akan memperoleh keuntungan dengan adanya penghematan pajak. Hutang dapat digunakan sebagai penghemat pajak dikarenakan bunga hutang dapat mengurangi pembayaran pajak. Akan tetapi, penggunaan hutang tidak dapat dilakukan secara terus menerus karena adanya resiko kebangkrutan dan biaya keagenan. Dengan kata lain, perusahaan hanya dapat menggunakan hutang sampai pada titik optimalnya untuk meminimalisir adanya resiko dari penggunaan hutang tersebut.

Semakin berkembangnya ilmu pengetahuan dalam bidang keuangan, berbagai literature muncul sebagai perluasan dari teori struktur modal sebelumnya. Beberapa teori yang berkembang antara lain *trade off theory*, *pecking order theory*, dan *market timing theory*, dimana ketiga teori tersebut mengasumsikan struktur modal akan relevan dengan nilai perusahaan dengan adanya pajak, biaya transaksi, biaya kebangkrutan dan asimetri informasi (Cahyaningdyah, 2017). Menurut pandangan *trade off theory*, perusahaan memiliki *optimal target leverage* untuk menyeimbangkan antara risiko kebangkrutan dan manfaat dari penghematan pajak. Hal ini berarti ketika perusahaan dapat mencapai struktur modal yang optimal, maka perusahaan telah mampu menyeimbangkan antara biaya penggunaan hutang dengan keuntungan penghematan pajak. Kraus dan Litzenberger (1973) memberikan pernyataan bahwa memanfaatkan hutang secara optimal mencerminkan *trade-off* antara manfaat pajak dari penggunaan hutang dan biaya kebangkrutan. Hal ini mendorong perusahaan untuk menetapkan target

hutang optimal dan secara perlahan-lahan melakukan penyesuaian menuju target yang telah ditetapkan.

Pecking order theory yang dikembangkan oleh Myers dan Majluf (1984) menyajikan keputusan pendanaan perusahaan berdasarkan hirarki yakni pendanaan internal dan pendanaan eksternal. Perusahaan cenderung terlebih dahulu menggunakan pendanaan internal yang berasal dari laba hasil kegiatan operasi perusahaan. Apabila kebutuhan dana masih diperlukan, maka perusahaan akan mengambil tindakan untuk menggunakan pendanaan eksternal yang berasal dari hutang maupun ekuitas. Biasanya perusahaan akan terlebih dahulu menggunakan hutang baru kemudian menerbitkan surat berharga dengan pertimbangan biaya yang akan dikeluarkan oleh perusahaan. Teori *pecking order* menjelaskan bahwa perusahaan dengan tingkat keuntungan yang tinggi cenderung memiliki hutang yang rendah dikarenakan keuntungan yang ditahan akan digunakan sebagai sumber pendanaan perusahaan (Surwanti, 2015).

Teori terkait struktur modal selanjutnya dikemukakan oleh Baker dan Wurgler (2002) yakni *market timing theory* yang beranggapan bahwa keputusan struktur modal perusahaan bergantung pada kondisi pasar yang ada. Ketika pasar saham sedang berada dalam kondisi *bullish* (kondisi pasar saham mengalami tren naik atau meningkat), maka perusahaan sebaiknya menerbitkan saham baru sebagai sumber pendanaan investasinya. Sebaliknya, apabila pasar saham dalam kondisi *bearish* (kondisi pasar saham mengalami tren turun atau melemah), maka perusahaan dapat menerbitkan obligasi atau dengan menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan investasinya.

Terkait dengan struktur modal perusahaan, setiap perusahaan akan berusaha untuk mencapai target hutang optimal yang telah ditetapkan untuk

mengurangi risiko yang akan dihadapi perusahaan melalui penggunaan hutang. Struktur modal yang optimal berarti penggunaan struktur modal yang dapat mengoptimalkan keseimbangan antara *risk* dan *return* sehingga memaksimalkan harga saham (Weston & Brigham, 1990). Brigham & Houston (2006) dalam penelitiannya mengemukakan bahwa perusahaan dengan struktur modal yang optimal akan dapat menghasilkan tingkat pengembalian yang optimal pula sehingga baik perusahaan maupun pemegang saham dapat memperoleh keuntungan tersebut. Keuntungan yang diperoleh perusahaan dapat berupa penghematan pajak melalui penggunaan hutang sebagai sumber modalnya. Sedangkan bagi pemegang saham, pencapaian perusahaan menuju hutang optimal menunjukkan kinerja perusahaan yang bagus dan memiliki prospek yang baik kedepannya. Hal ini menjadi keuntungan bagi pemegang saham untuk dapat memperoleh keuntungan yang lebih dari kegiatan investasi yang dilakukan pada perusahaan tersebut. Penyesuaian struktur modal mencapai struktur modal optimal menyebabkan adanya biaya penyesuaian (*adjustment cost*).

Hasil survey yang dilakukan oleh Graham & Harvey (2001) di Amerika Serikat menunjukkan bahwa 80% manajer keuangan menyadari bahwa mereka harus menentukan target struktur modal yang optimal bagi perusahaannya. Di samping itu, para manajer keuangan pun menyadari bahwa *cost and benefit* merupakan faktor terpenting yang harus dipertimbangkan dalam menentukan struktur modal yang optimal. Temuan ini mengindikasikan adanya kecenderungan para manajer untuk lebih meyakini *trade-off theory*. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Syam-Saunder dan Myers (1999) menunjukkan bahwa kebijakan struktur modal perusahaan lebih sesuai dengan *static trade-off theory* daripada *pecking order theory*. Sedangkan Altı (2006) menemukan bahwa efek *market timing*

hanya bersifat jangka pendek dan terbatas sehingga ia menyimpulkan bahwa perusahaan lebih cenderung menerapkan *trade-off theory* daripada *market timing theory*.

Meski berbagai riset empiris mutakhir mengenai struktur modal pada umumnya konsisten dengan *trade-off theory*, tetapi masalah kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment*) masih menjadi perdebatan. Karena itu isu utama dalam penentuan kebijakan struktur modal kemudian bergeser ke persoalan *speed of adjustment*, yaitu bagaimana perusahaan melakukan penyesuaian-penyesuaian (*adjustments*) agar struktur modalnya berada pada posisi yang optimal. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Syam-Saunders & Myers (1999), Fama-French (2002), Baker & Wurgler (2002), Welch (2004) dan Hovakimian (2006), misalnya, menunjukkan bahwa proses penyesuaian menuju struktur modal optimal berjalan relatif lambat. Akan tetapi hasil penelitian yang dilakukan oleh Flannery & Rangan (2006), Leary & Roberts (2005), dan Alti (2006), menunjukkan bahwa proses penyesuaian menuju struktur modal optimal berjalan relatif cepat. Perbedaan tersebut disinyalir diakibatkan oleh perbedaan metodologi pengukuran *speed of adjustment* maupun determinan yang digunakan untuk menaksir struktur modal yang optimal.

Berdasarkan perspektif dinamis, aktual *leverage* dapat tidak sesuai dengan target *leverage* dikarenakan adanya *adjustment cost* sebagai biaya yang timbul akibat adanya penyesuaian menuju struktur modal optimal. Hacbarth, dkk. (2006), misalnya, telah mengembangkan sebuah model teoritis untuk menguji dampak dari perubahan kondisi ekonomi terhadap kebijakan struktur modal dinamis. Model ini kemudian diadopsi oleh Drobetz, dkk. (2006) di mana mereka menemukan bahwa terdapat korelasi positif antara volatilitas atau siklus ekonomi dengan kebijakan struktur modal

dinamis perusahaan-perusahaan di Swiss. Temuan ini mengindikasikan bahwa ketika perekonomian sedang mengalami kondisi boom, perusahaan dengan cepat melakukan penyesuaian struktur modal; sebaliknya perusahaan lebih lambat melakukan penyesuaian struktur modal ketika kondisi ekonomi sedang mengalami resesi. Di samping itu, Drobetz, dkk. (2007) kemudian memperluas analisis mereka untuk menguji dampak dari *firm-specific factors* maupun *macroeconomic factors* terhadap *speed of adjustment*. Dalam hal ini *firm-specific factors* yang mereka gunakan adalah *distance*, *growth opportunity*, dan *size*; sedangkan *macroeconomic factors* yang mereka gunakan adalah *short interest rate*, *term spread*, *credit spread*, *TED spread*, *dividend yield* dan *stock market performance*. Mereka kemudian melakukan pengujian empiris di Jerman, Perancis, Italia, dan Inggris. Hasil penelitian membuktikan bahwa baik *firm-specific factors* maupun *macroeconomic factors* terbukti mempengaruhi *speed of adjustment*.

Cook dan Tang (2010) kemudian mengelaborasi secara lebih komprehensif model yang dikembangkan oleh Hacbarth, dkk. (2006) untuk mengukur dampak dari volatilitas kondisi makroekonomi terhadap kebijakan struktur modal perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa perusahaan lebih cepat melakukan penyesuaian struktur modal ketika kondisi ekonomi sedang membaik (*good*) daripada ketika kondisi ekonomi sedang memburuk (*bad*). Di samping itu, mereka juga menemukan bahwa perusahaan lebih cenderung menerapkan *pecking order* dan lebih cepat melakukan penyesuaian struktur modal bila struktur modalnya berada dalam kondisi *under-levered*. Sebaliknya perusahaan lebih cenderung menerapkan *market timing* dan lebih cepat melakukan penyesuaian struktur modal manakala struktur modalnya berada pada posisi *over-levered*. Amjed dan Shah (2016) juga telah menguji dampak dari

perubahan kondisi makroekonomi terhadap kebijakan struktur modal dinamis maupun kecepatan penyesuaian menuju struktur modal optimal perusahaan-perusahaan publik di Paskitan. Hasil penelitian mereka membuktikan bahwa perusahaan melakukan penyesuaian-penyesuaian untuk mencapai struktur modal optimal dengan kecepatan penyesuaian berkisar 23% - 46%, tergantung pada jenis industrinya. Tetapi mereka tidak menemukan adanya bukti empiris bahwa kondisi ekonomi mempengaruhi kecepatan penyesuaian.

Sejauh ini penelitian empiris mengenai struktur modal dinamis belum banyak dilakukan di Indonesia. Berdasarkan riset-riset empiris di atas, maka penelitian ini dimaksudkan untuk menguji dampak dari *firm-specific factors* dan *macroeconomic factors* terhadap *speed of adjustment* menuju struktur modal optimal. Secara lebih spesifik, penelitian akan mengacu pada model yang dikembangkan Drobotz, dkk. (2007) dan Cook and Tang (2010) dengan mengadopsi *integrated dynamic partial adjustment model*.

1.2 Rumusan Masalah

Bertolak dari latar belakang yang diuraikan di atas, maka permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan demikian:

- 1. Apakah *firm-specific factors* mempengaruhi *speed of adjustment* menuju struktur modal optimal?**
- 2. Apakah *macroeconomics factors* mempengaruhi *speed of adjustment* menuju struktur modal optimal?**

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas, maka tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah:

1. Untuk menguji dan menganalisis apakah *firm-specific factors* mempengaruhi *speed of adjustment*.
2. Untuk menguji dan menganalisis apakah *macroeconomic factors* mempengaruhi *speed of adjustment*.

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat akademis dan praksis.

1.4.1 Manfaat Akademis

Bagi kalangan akademisi, penelitian ini diharapkan dapat memperluas pengetahuan dan pemahaman mengenai kondisi makroekonomi dan kecepatan penyesuaian struktur modal perusahaan. Selain itu diharapkan penelitian ini menambah pengetahuan melalui bukti empiris dan dapat menjadi sumber referensi dan tambahan bukti empiris bagi peneliti lain yang akan melakukan penelitian kajian serupa.

1.4.2 Manfaat Praksis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan tambahan informasi yang dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi para manajer keuangan dalam membuat kebijakan penyesuaian struktur modal dalam menghadapi volatilitas kondisi makroekonomi yang terjadi di Indonesia.

1.5 Sistematika Penulisan

Penyusunan penelitian ini terdiri dari lima bab yang saling berkaitan antara satu dengan yang lainnya antara lain sebagai berikut:

BAB 1. PENDAHULUAN

Bab ini membahas mengenai latar belakang dilakukannya penelitian, rumusan masalah, tujuan dari penelitian, manfaat penelitian, serta sistematika penulisan.

BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini membahas mengenai penelitian terdahulu, kajian teori yang meliputi *pecking order theory*, *static trade off theory*, *market timing theory*, *dynamic trade off theory*, estimasi struktur modal optimal, *adjustment speed*, *determinant adjustment speed*, hubungan antara variabel penelitian, dan model penelitian.

BAB 3. METODE PENELITIAN

Bab ini menjelaskan mengenai desain penelitian, identifikasi variabel, definisi operasional variabel, pengukuran variabel, jenis dan sumber data, alat dan metode pengumpulan data, populasi, sampel, serta teknik analisis data.

BAB 4. ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini menjelaskan mengenai proses pemilihan sampel penelitian, deskripsi hasil penelitian, deskripsi variabel penelitian, dan pembahasan.

BAB 5. SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini berisi tentang simpulan dari hasil pengujian hipotesis dan pengajuan saran bagi penelitian mendatang.