

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Dari perspektif manajemen keuangan korporasi modern, tiga area keputusan finansial terpenting adalah keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan dividen. Tiga keputusan ini saling berinteraksi dan akan sangat menentukan keberhasilan sebuah perusahaan dalam mencapai tujuannya yaitu maksimalisasi nilai perusahaan atau kesejahteraan pemegang saham. Keputusan investasi berkaitan dengan alokasi sumber daya perusahaan untuk mengembangkan produk baru, pasar baru, pabrik atau cabang baru, dan sebagainya dengan sasaran utama meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan. Keputusan pendanaan berkaitan dengan penentuan komposisi modal atau perbandingan hutang dan ekuitas dengan sasaran utama mencapai *cost of capital* yang paling rendah sehingga dapat meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan. Sedangkan, keputusan dividen berkaitan dengan penentuan besarnya dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan besarnya laba ditahan yang akan diinvestasikan kembali oleh perusahaan dengan tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Dari ketiga keputusan finansial tersebut barangkali keputusan struktur modal merupakan keputusan yang mendapatkan

perhatian paling intensif sekaligus ekstensif baik pada tataran teoritis maupun empiris. Pada tataran teoritis, berbagai teori tentang struktur modal tampaknya belum mampu memberi penjelasan yang memuaskan mengenai bagaimana seharusnya seorang manajer menentukan struktur modal yang optimal bagi perusahaannya. Karena itu Professor Myers dari Harvard University menyimpulkan bahwa teori-teori struktur modal yang telah ada hingga saat ini sesungguhnya masih merupakan “*The Capital Structure Puzzle*” ketika ia mengajukan pertanyaan dan kemudian menjawabnya sendiri, “*How do firms choose their capital structures? Again, the answer is we don’t know*” (Myers, 1984, hal. 575). Hal ini disebabkan oleh fakta bahwa “*There is no universal theory of the debt-equity choice, and no reason to expect one*” (Myers, 2001, hal. 81). Bahkan teori yang berbeda seringkali memberikan rekomendasi yang mengarah pada keputusan yang berbeda secara diametral (Barclay dan Smith, 2005).

Persoalan struktur modal sesungguhnya dapat dikelompokkan ke dalam dua isu sentral yaitu bagaimana menentukan struktur modal yang optimal dan faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal atau determinan struktur modal (Barclay dan Smith, 2005). Isu pertama memang masih merupakan sebuah “*puzzle*”. Sementara isu kedua juga masih belum mendapat penjelasan teoritis yang memadai, bahkan pada tataran empiris pun masih menjadi kontroversi. Hal ini dibuktikan melalui hasil-hasil riset empiris yang tidak konsisten, bahkan bertentangan satu dengan

yang lainnya. Titman dan Wessels (1988) mensinyalir bahwa “*empirical work in this area has lagged behind the theoretical research, perhaps because the relevant firm attributes are expressed in terms of fairly abstract concepts that are not directly observable*”. Salah satu penyebab utama dari inkonsistensi tersebut adalah penggunaan teknik regresi *ordinary least squares (OLS)* untuk menguji efek dari variabel-variabel determinan struktur modal terhadap keputusan struktur modal dengan menggunakan proxi tertentu yang secara teoritis bersifat *unobserved*.

Pendekatan regresi *OLS*, menurut Titman dan Wessels (1988), mempunyai empat kelemahan. Pertama, seringkali suatu variabel atau atribut tidak dapat diukur secara sempurna dengan menggunakan suatu proxi atau indikator yang bersifat unik. Misalnya, apa atribut yang dapat digunakan untuk mengukur struktur modal? Sebagian peneliti menggunakan total hutang sebagai proxi, sebagian lagi menggunakan hutang jangka panjang, dan peneliti lainnya menggunakan hutang jangka pendek. Kedua, seringkali para peneliti tidak mampu menemukan suatu proxi yang tidak berkorelasi dengan proxi yang lain. Akibatnya suatu proxi yang digunakan untuk mengukur suatu variabel sesungguhnya dapat juga digunakan untuk mengukur variabel yang lain. Misalnya, hutang jangka pendek dapat digunakan sebagai proxi untuk mengukur kebijakan struktur modal, tetapi hutang jangka pendek dapat juga digunakan untuk mengukur likuiditas. Ketiga, karena sebuah *observed variable* atau proxi seringkali bukan merupakan representasi yang sempurna untuk

mengukur sebuah *unobserved variable* maka penggunaan *unobserved variable* dalam teknik regresi *OLS* akan dengan sendirinya mengakibatkan terjadinya *measurement error*. Keempat, masalah *measurement error* yang terjadi pada variabel yang diukur dengan menggunakan proxi tertentu untuk variabel dependen dan variabel independen akan menghasilkan regresi palsu (*spurious regression*) atau korelasi palsu (*spurious correlation*) meskipun proxi yang digunakan tidak saling berkorelasi.

Untuk mengatasi masalah tersebut Titman dan Wessels (1988) mengusulkan tiga pendekatan penting dalam menentukan determinan struktur modal. Pertama, memperluas cakupan mengenai determinan struktur modal secara teoritis dengan mengkaji ulang teori-teori mutakhir mengenai determinan struktur modal yang yang belum diuji secara empiris. Kedua, karena berbagai teori tersebut mempunyai implikasi yang berbeda terhadap struktur modal yang diukur dengan proxi yang berbeda maka proxi atau indikator untuk mengukur struktur modal harus dikaji secara terpisah. Dalam hal ini indikator untuk mengukur struktur modal dibedakan menjadi tiga yaitu hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, dan hutang yang dapat diperdagangkan (*convertible debt*, yaitu obligasi). Ketiga jenis hutang ini selanjutnya dapat diskalakan berdasarkan nilai pasar ekuitas (*market value of equity*) dan nilai buku ekuitas (*book value of equity*). Ketiga, teknik pengujian determinan struktur modal tidak lagi menggunakan analisis regresi tetapi menggunakan *structural equation modeling (SEM)*. Teknik ini pada dasarnya merupakan

perluasan dari analisis faktor konfirmatori (*confirmatory factor analysis, CFA*) yaitu suatu teknik statistik yang berguna untuk mengukur keabsahan dari indikator atau proxi yang digunakan untuk mengukur suatu variabel laten. Struktur modal, misalnya, adalah variabel laten atau *unobserved variable* karena variabel ini tidak dapat diukur atau diamati secara langsung. Untuk dapat mengukur variabel laten maka digunakan proxi atau indikator atau *observed variable*. *CFA* merupakan teknik yang dapat digunakan untuk mengukur apakah suatu indikator memang valid dan *reliable* untuk mengukur suatu variabel laten. Misalnya melalui *CFA* dapat diuji apakah variabel laten struktur modal dapat diukur secara valid dan *reliable* dengan menggunakan indikator atau proxi hutang jangka panjang. Hal yang sama juga berlaku untuk pengukuran determinan struktur modal.

Meskipun model penelitian yang dikembangkan oleh Titman dan Wessels (1988) merupakan suatu terobosan baru dalam riset empiris mengenai pengujian determinan struktur modal namun mereka sendiri mengakui bahwa "*our results are not conclusive*". Simpulan ini didasarkan pada fakta bahwa hanya empat dari delapan determinan yang mampu menjelaskan kebijakan struktur modal yaitu *uniqueness, profitability, firm size* dan *industry classification*. Sedangkan *non debt tax-shield, business risk (volatility), collateral value of assets* dan *future growth* tidak mempengaruhi kebijakan struktur modal. Karena itu, sebagaimana diakui sendiri oleh Titman dan Wessels (1988), "*the methods suggested in this paper can be*

used to test more precisely the extant theories of optimal capital structure”, maka model yang telah mereka rintis itu perlu dikembangkan lebih lanjut.

Menurut Maddala dan Nimalendran (1996) kelemahan utama model Titman dan Wessels (1988) terletak pada masalah spesifikasi model dan pengukuran variabel yaitu variabel laten maupun variabel indikator. Penggunaan variabel laten dan indikator yang terlalu banyak dalam sebuah model dapat mengakibatkan masalah karena penggunaan proxi sebagai variabel indikator yang banyak dapat menyebabkan kemampuan menjelaskan sebuah indikator menjadi rendah. Kelemahan inilah yang mengakibatkan banyak sekali determinan struktur modal yang digunakan Titman dan Wessels (1988) tidak dapat menjelaskan struktur modal sehingga penggunaan model *SEM* menjadi tidak populer meskipun metode ini sesungguhnya sangat inovatif dalam riset keuangan. Oleh karena itu, masalah yang terkait dengan pengukuran indikator sebagai proxi variabel laten harus dikaji ulang. Di samping itu, masalah spesifikasi model untuk mengukur pengaruh variabel determinan terhadap kebijakan struktur modal juga diharus direspesifikasi. Oleh sebab itu, Maddala dan Nimalendran (1996) mengusulkan sebuah metode baru yang disebut *Multiple Indicators and Multiple Causes (MIMIC) model* yang tidak lain merupakan perluasan dari model *SEM* itu sendiri.

MIMIC Model dapat digunakan untuk menguji ulang efek dari indikator terhadap variabel laten determinan struktur modal dan sekaligus menguji ulang dampak dari determinan tersebut terhadap kebijakan struktur modal. Penggunaan *MIMIC Model* ini dapat mengurangi indikator maupun variabel laten sehingga estimasi parameter dalam persamaan pengukuran maupun persamaan strukturalnya menjadi lebih akurat. Maddala dan Nimalendran (1996) sendiri menggunakan *MIMIC Model* untuk menguji efek dari “*earning surprised*” terhadap harga saham. Namun Chang .,dkk (2005) serta Lee dan Tai (2015) telah mengadopsi *MIMIC Model* tersebut untuk menguji ulang determinan dari struktur modal sebagaimana yang dikembangkan oleh Titman dan Wessels (1988). Penelitian yang dilakukan oleh Lee dan Tai (2015), misalnya, ternyata memberikan hasil yang jauh lebih memuaskan. Mereka menemukan bahwa determinan struktur modal yang signifikan adalah *asset structure, growth opportunity, uniqueness, profitability, volatility, industry characteristic, manager characteristics* dan *macroeconomic factor* (hutang negara).

1.2 Rumusan Masalah

Bertolak dari latar belakang yang diuraikan di atas, penelitian ini dimaksudkan untuk merangkum dan menguji ulang determinan struktur modal dan dampaknya terhadap kebijakan struktur modal. Secara lebih spesifik, penelitian ini mencoba mengadopsi model penelitian yang dikembangkan oleh Titman dan

Wessels (1988), Chang, dkk. (2005) serta Lee dan Tai (2015) dengan mengaplikasikan teknik *MIMIC Model* sebagai sebuah teknik statistika yang belum banyak digunakan dalam menganalisis pola hubungan determinan struktur modal dan kebijakan struktur modal dengan mengambil *setting* perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia. Bahkan sepengetahuan penulis, belum ada riset di Indonesia yang menguji determinan struktur modal dan dampaknya terhadap kebijakan struktur modal dengan mengaplikasikan *MIMIC Model*. Dengan demikian permasalahan yang menjadi fokus penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

1. Apa saja determinan dari struktur modal ?
2. Apa dampak dari determinan-determinan struktur modal tersebut terhadap kebijakan struktur modal berdasarkan pendekatan *MIMIC Model* ?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan rumusan masalah yang telah diuraikan di atas maka tujuan penelitian ini dapat disebutkan sebagai berikut :

1. Untuk mengidentifikasi apa saja determinan struktur modal.
2. Untuk menguji dan menganalisis dampak determinan-determinan tersebut terhadap kebijakan struktur modal.

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat kepada beberapa pihak, diantaranya sebagai berikut :

1. Bagi investor dan kreditur

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran dan pemahaman mengenai determinan struktur modal secara lebih komprehensif dibandingkan riset-riset yang pernah dilakukan sebelum ini.

2. Bagi Para Akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat memperkaya koleksi pengetahuan ilmiah sekaligus mempertajam pemahaman mengenai determinan struktur modal dan pengaruhnya terhadap kebijakan struktur modal dan dapat dijadikan sumber referensi dan bukti empiris bagi penelitian selanjutnya.

3. Bagi Pihak Manajemen

Penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai masukan bagi pihak manajemen untuk menganalisis dan memutuskan apa saja determinan struktur modal yang relevan dan signifikan untuk dipertimbangkan dalam membuat keputusan mengenai struktur modal yang optimal.

1.5 Sistematika Penulisan

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

BAB 1. PENDAHULUAN

Bab ini membahas latar belakang permasalahan, rumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, serta sistematika penulisan.

BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA

Pada bab ini akan dipaparkan mengenai penelitian terdahulu, kajian teori struktur modal, determinan struktur modal, hubungan antar variabel endogen-eksogen, ringkasan hubungan antar variabel, serta kerangka konseptual.

BAB 3 METODE PENELITIAN

Bab ini berisi penjelasan mengenai desain penelitian, identifikasi variabel determinan struktur modal, 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

Dalam bab ini akan dideskripsikan mengenai proses seleksi sampel, deskripsi statistik variabel penelitian, pengujian hipotesis dan pembahasan.

BAB 5 SIMPULAN DAN SARAN

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