

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Dalam beberapa dekade terakhir, struktur modal menjadi salah satu objek yang menarik untuk diteliti dalam teori keuangan modern. Sebagian besar teori dari struktur modal tersebut mendukung penjelasan tentang berbagai variasi tingkat hutang dari perusahaan. Salah satu kelemahan utama pada penelitian terdahulu adalah bahwa teori struktur modal tidak bertujuan untuk menjelaskan perbedaan pada *debt ratios*, tetapi lebih kepada perbedaan pada *the optimal debt-equity ratios* berbagai perusahaan. Terdapat dugaan bahwa perusahaan dengan *leverage cost* yang lebih tinggi memiliki tingkat *optimal debt* yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *leverage cost* yang rendah (Heshmati, 2001).

Modal yang digunakan oleh perusahaan sebagai pendanaan juga berbeda-beda, terdapat dua sumber utama pendanaan dalam sebuah perusahaan. Yang pertama perusahaan dapat menggunakan modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan, yang kedua perusahaan dapat menggunakan modal yang berasal dari luar perusahaan berupa saham dan penggunaan hutang. Pengambilan keputusan struktur modal disesuaikan oleh masing-masing karakteristik perusahaan.

Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa di pasar modal yang sempurna, strategi tidak akan berdampak pada kinerja perusahaan, tetapi kinerja perusahaan dapat meningkat dengan perubahan struktur modal karena keuntungan yang diperoleh melalui penggunaan hutang. Berdasar asumsi bahwa pasar modal sempurna, investor memiliki ekspektasi yang homogen, ekonomi bebas pajak dan tanpa adanya biaya transaksi, struktur modal tidak secara relevan berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Investor lebih suka untuk membeli saham yang *undervalued* dan menjual saham yang *overvalued* untuk mendapatkan *income*.

Sedangkan *The static trade off theory* mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil *trade-off* dari keuntungan pajak dengan menggunakan hutang dan biaya yang akan timbul sebagai akibat penggunaan hutang tersebut. Esensi *trade-off theory* dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat lebih besar, tambahan hutang masih dapat dilakukan. Namun apabila pengorbanan karena penggunaan hutang sudah lebih besar, maka tambahan hutang sudah tidak bisa dilakukan. *Trade-off theory* sudah mempertimbangkan berbagai faktor seperti *corporate tax*, biaya kebangkrutan, dan *personal tax* dalam menjelaskan mengapa suatu perusahaan memilih struktur modal tertentu.

Walaupun model *trade-off theory* tidak dapat menentukan secara tepat struktur modal yang optimal, namun model tersebut memberikan kontribusi penting yaitu: (1) perusahaan yang memiliki aktiva yang tinggi, sebaiknya menggunakan sedikit hutang; (2) perusahaan yang membayar pajak tinggi sebaiknya lebih banyak menggunakan hutang dibandingkan perusahaan yang membayar pajak rendah. Kesimpulannya adalah penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi hanya pada sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru menurunkan nilai perusahaan tersebut.

Menurut teori *pecking order*, ukuran perusahaan diprediksikan memiliki hubungan negatif terhadap struktur modal. Menurut Smith dan Warner (1979), perusahaan besar dapat membiayai investasinya dengan mudah lewat pasar modal karena kecilnya informasi asimetri yang terjadi. Investor dapat memperoleh lebih banyak informasi dari perusahaan besar

jika dibandingkan dengan perusahaan kecil. Dengan diperolehnya dana lewat pasar modal menjadikan proporsi hutang menjadi semakin kecil dalam struktur modalnya. Selain itu menurut Titman dan Wessel (1988), penerbitan ekuitas pada perusahaan kecil lebih banyak mengeluarkan biaya daripada perusahaan besar. Sehingga dapat disimpulkan, semakin besar ukuran perusahaan, biaya penerbitan ekuitas menjadi lebih murah. Menurut *pecking order theory*, perusahaan dengan tingkat keuntungan yang besar memiliki sumber pendanaan internal yang lebih besar dan memiliki kebutuhan untuk melakukan pembiayaan investasi melalui pendanaan eksternal yang lebih kecil (Schoubben dan Van Hulle, 2004; Adrianto dan Wibowo, 2007).

Pentingnya menggunakan pendekatan model yang dinamis untuk mempelajari struktur modal telah dibuktikan dengan adanya sejumlah penelitian. Fischer, Heinkel, dan Zechner (1989) menguji model yang menentukan ruang lingkup penyimpangan dalam struktur modal perusahaan dari waktu ke waktu. Jalilvand dan Harris (1984) meneliti tentang karakteristik perilaku keuangan perusahaan sebagai bagian dari penyesuaian target jangka panjang, penekanan utama dalam penelitian ini adalah interaksi antara perbedaan keputusan finansial perusahaan dan target jangka panjang perusahaan, menggunakan berbagai variasi dari *speed of adjustment* perusahaan dari waktu ke waktu. Benerjee et al. (2004) menganalisis struktur modal yang dinamis pada perusahaan di Amerika dan Inggris dengan parameter penyesuaian yang fleksibel.

Penelitian mengenai determinan stuktur modal yang optimal sudah banyak dilakukan. Haris dan Raviv (1991) menunjukkan bahwa variabel volatilitas pendapatan, probabilitas kebangkrutan, aset tetap, *non-debt tax shield*, iklan, belanja *research and development*, profitabilitas,

pertumbuhan, ukuran, arus kas bersih (*free cash flow*) dan keunikan perusahaan dapat digunakan sebagai determinan dari *leverage* perusahaan. Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995) di Amerika Serikat, menunjukkan bahwa variabel ukuran, pertumbuhan, profitabilitas, serta aset berwujud perusahaan dapat digunakan sebagai determinan dari struktur modal yang optimal.

Mencari determinan struktur modal yang optimal memang memiliki bagian penting pada penelitian struktur modal. Namun ada beberapa hal lain yang juga menjadi fokus penelitian dan sering terabaikan pada penelitian struktur modal. Berdasarkan pengamatan yang dilakukan Heshmati (2001) ada tiga hal lain yang juga harus diperhatikan dan menjadi kelemahan pada penelitian sebelumnya. Pertama, *leverage* yang diobservasi (biasa digunakan sebagai parameter struktur modal yang optimal) terdeviasi dari *leverage* optimalnya. Kedua, analisis yang dilakukan statis, sehingga tidak dapat menangkap kedinamisan yang terjadi pada lingkungan perusahaan yang senantiasa berubah. Ketiga, penyesuaian yang dilakukan oleh perusahaan tidak konstan.

Berdasarkan kelemahan penelitian sebelumnya, Heshmati (2001) mengungkapkan bahwa poin penting lainnya yang harus dicari oleh perusahaan setelah mengetahui struktur modal optimalnya adalah kapan harus melakukan perubahan struktur modal, atau dengan kata lain seberapa cepat perusahaan memberikan reaksi dengan melakukan penyesuaian struktur modal pada saat struktur modal yang optimal berubah. Determinan dari kecepatan perubahan struktur modal menjadi sangat penting agar waktu yang dipilih perusahaan dalam mengambil keputusan melakukan penyesuaian menjadi tepat, untuk meminimalkan biaya yang harus ditanggung perusahaan, baik itu biaya saat tidak berada pada posisi yang

tidak optimal dan biaya melakukan penyesuaian struktur modal. Beberapa penelitian sebelumnya (Hovakimian, Opler, & Titman, 2001; Heshmati, 2001; Gaud, Hoesli, & Bender, 2005; Drobetz & Wanzenried, 2006; Said, 2012) telah mengungkap bahwa variabel ukuran perusahaan, *distance* (variabel yang merepresentasikan perbedaan absolut antara *leverage* optimal dengan yang aktual) pertumbuhan, ukuran, dan profitabilitas perusahaan dapat digunakan sebagai determinan dari kecepatan perubahan struktur modal.

Penelitian mengenai determinan dari kecepatan perubahan struktur modal memang belum banyak diteliti di Indonesia. Oleh karena itu pada penelitian ini, peneliti akan menguji pengaruh beberapa variabel karakteristik perusahaan (ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas) yang telah digunakan pada beberapa penelitian sebelumnya (Hovakimian et al., 2001; Heshmati, 2001; Gaud et al., 2005; Drobetz & Wanzenried, 2006; Said 2012) terhadap kecepatan perubahan struktur modal perusahaan di Indonesia.

Struktur modal yang optimal akan selalu berubah-ubah dan sangat dinamis mengikuti perubahan determinan dari struktur modal itu sendiri, oleh karena itu untuk dapat menjelaskan fenomena keseluruhan dari perubahan struktur modal perusahaan diperlukan suatu model dinamis. Penggunaan model dinamis tidak saja mampu menjelaskan determinan dari struktur modal yang optimal, bahkan determinan kecepatan perubahan struktur modalpun dapat dijelaskan dengan model ini, seperti yang telah digunakan pada penelitian-penelitian struktur modal yang dinamis sebelumnya (Hovakimian et al., 2001; Heshmati, 2001; Gaud et al., 2005; Drobetz & Wanzenried, 2006; Said 2012). Oleh karena itu, pada penelitian ini peneliti akan menggunakan model dinamis untuk dapat menguji

determinan yang diduga dapat mempengaruhi kecepatan perubahan struktur modal perusahaan-perusahaan di Indonesia menuju pada struktur modal optimalnya.

Speed of adjustment pada struktur modal perusahaan yang dapat diartikan sebagai kecepatan perputaran struktur modal, dipengaruhi oleh beberapa faktor. Salah satu faktor penting yang mempengaruhi *speed of adjustment* adalah karakteristik perusahaan. Oleh karena itu tujuan utama dari penelitian ini adalah untuk mengestimasi penyesuaian *dynamics of capital structure* dengan struktur modal yang optimal. Selain itu juga untuk membuktikan bahwa tingkat *leverage* aktual perusahaan memiliki frekuensi yang berbeda dibandingkan dengan target *leverage* optimal. Inilah yang menjadi alasan pentingnya menggunakan *dynamic model* dalam mempelajari struktur modal.

Dari berbagai perusahaan yang terdapat dalam Bursa Efek Indonesia, perusahaan manufaktur merupakan potensi yang paling baik untuk berinvestasi dikarenakan negara Indonesia yang sedang berada dalam masa pembangunan, sehingga keputusan untuk berinvestasi pada perusahaan manufaktur dinilai keputusan yang akan membawa keuntungan bagi para investor. Perusahaan manufaktur juga dirasa memberikan dampak yang cukup besar dalam perekonomian Indonesia, mengingat $\pm 20\%$ perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia merupakan perusahaan yang tergolong dalam industri manufaktur. Oleh karena alasan di atas maka peneliti memutuskan untuk mengambil sampel penelitian dalam industri manufaktur.

Penelitian ini mengarah untuk menganalisis *dynamics of capital structure* perusahaan pada industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2014.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang penelitian yang telah diuraikan, maka rumusan masalah adalah sebagai berikut:

- a. Apakah perusahaan berada pada posisi *speed of adjustment* yang optimal?
- b. Apakah *distance* mempengaruhi kecepatan perubahan struktur modal?
- c. Apakah ukuran perusahaan mempengaruhi kecepatan perubahan struktur modal?
- d. Apakah pertumbuhan perusahaan mempengaruhi kecepatan perubahan struktur modal?
- e. Apakah profitabilitas mempengaruhi kecepatan perubahan struktur modal?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah diuraikan di atas, maka tujuan penelitian adalah:

- a. Untuk mengetahui posisi *speed of adjustment* dari perusahaan.
- b. Untuk mengetahui pengaruh *distance* terhadap kecepatan perubahan struktur modal.
- c. Untuk mengetahui pengaruh ukuran perusahaan terhadap kecepatan perubahan struktur modal.
- d. Untuk mengetahui pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap kecepatan perubahan struktur modal.
- e. Untuk mengetahui pengaruh profitabilitas terhadap kecepatan perubahan struktur modal.

1.4. Manfaat Penelitian

Berdasarkan tujuan penelitian yang telah diuraikan di atas, maka dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

a. Manfaat Akademik

Bagi institusi pendidikan, penelitian ini diharapkan dapat memperluas wawasan dan memberikan kontribusi mengenai struktur modal perusahaan di Indonesia untuk bidang studi ini, sehingga dapat menambah pengetahuan melalui bukti empiris dan dapat menjadi sumber referensi dan tambahan bukti empiris bagi peneliti lain yang akan melakukan penelitian dengan kajian yang sejenis.

b. Manfaat Praktis

a. Bagi Investor

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi tambahan yang dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi investor terkait dengan struktur modal perusahaan yang mencerminkan kondisi perusahaan.

b. Bagi Peneliti Selanjutnya

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam literatur dan menambah pengetahuan serta referensi bagi peneliti selanjutnya dalam melakukan penelitian yang berhubungan dengan penelitian ini.

1.5. Sistematika Penulisan

Pola penyusunan sistematika skripsi ini merujuk pada pola penelitian ilmiah secara umum dengan susunan sebagai berikut:

BAB 1 PENDAHULUAN

Bab ini memaparkan tentang latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian, serta sistematika penulisan.

BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini membahas tentang landasan teori yang digunakan, penelitian terdahulu, kerangka pemikiran teoritis dan hipotesis.

BAB 3 METODE PENELITIAN

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 deskripsi obyek penelitian, seluruh proses dan teknik analisis data hingga hasil dari pengujian seluruh hipotesis penelitian sesuai dengan metode yang digunakan.

BAB 5 SIMPULAN DAN SARAN

Berisi tentang simpulan dari hasil pengujian hipotesis dan pengajuan saran bagi penelitian mendatang.