

ABSTRACT

The Moderating Effect of Monetary Indicators to Validity of Trade off Theory and Pecking Order Theory in The Indonesia Stock Exchange (IDX)

Management decisions related to alternative financing option that will be used for developing investment, debt repayment, or dividends payment, is a highly strategic financial decision because it affects the company's financial performance in both short and long term. The use of debt as an alternative source of funds or the issuance of new shares, both have different consequences for the company. The use of debt will have a direct impact on the performances, liquidity and could have an impact on the financial difficulties that ultimately resulted in the business liquidation. On the other hand, stock issuance causes dilution to the existing shareholders and potential decline in stock market prices. Trade - off Theory and Pecking Order Theory are two theories of capital structure commonly used in the management of corporate financing decision. Capital structure models mentioned above only include internal variables as independent variables that affect the capital structure of the company and do not include external variables, especially monetary indicators. Some research related to the effects of monetary indicators over the capital structure the company has been performed in many countries and empirically proven to have an influence on the capital structure of the company. Based on this, it is an interesting phenomenon to study the Moderating effect of Monetary Indicators against Validity of Trade-Off Theory and Pecking Order Theory in Indonesia Stock Exchange.

The purpose of this study is to investigate moderating effects of monetary indicators on the validity of the Trade-Off Theory and Pecking Order Theory in the Indonesia Stock Exchange.

The study was designed as a descriptive and verification research by using secondary data. Research was conducted on non-financial industry in Indonesia Stock Exchange with the observation period 2009 to 2013. Candidate selection for the sample purpose was done by using probability sampling and sample selection methods was using proportionate stratified random sampling. Regression model testing is done by using panel regression with three approaches i.e. Pooled Least Square, Fixed effects and Random Effects. This regression model testing is also equipped with the classic assumption test, multi co-linearity, hetero-schedacity, autocorrelation and normality tests.

Based on the analysis of the regression model, we can conclude that the results achieved by comparing the theoretically estimated coefficients directions with this research results has shown that Pecking Order Theory of capital structure, is more valid in describing the effect of independent variables on the capital structure of the company comparing with the Trade-Off Theory. While in regards to the research about relating moderating variables interest rate and exchange rate, the results showed that the variable interest rate and exchange rate are proven to be a moderating variables that moderate the relationship profitability and business risks in the capital structure.

Keyword: Trade off theory, pecking order theory, moderating variabel.

ABSTRAK

EFEK PEMODERASIAN INDIKATOR MONETER TERHADAP VALIDITAS DARI *TRADE-OFF THEORY* DAN *PECKING ORDER THEORY* DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)

Keputusan manajemen berkaitan dengan pilihan alternatif pendanaan yang akan digunakan untuk pengembangan investasi, pelunasan hutang yang segera jatuh tempo ataupun untuk pembayaran dividen, merupakan keputusan keuangan yang sangat strategis karena berdampak terhadap kinerja keuangan perusahaan baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Penggunaan hutang sebagai alternatif sumber pendanaan atau penerbitan saham baru, keduanya mempunyai konsekuensi yang berbeda bagi perusahaan. Penggunaan hutang akan berdampak langsung terhadap kinerja, likuiditas dan bisa berdampak terhadap kesulitan keuangan yang akhirnya berakibat pada likuidasi usaha. Disisi lain penerbitan saham berdampak terjadinya dilusi terhadap pemegang saham lama dan potensi turunnya harga pasar saham. *Trade-off Theory* dan *Pecking Order Theory* merupakan dua teori struktur modal yang lazim digunakan manajemen dalam pengambilan keputusan pendanaan perusahaan. Model struktur modal berdasarkan kedua teori tersebut menggunakan variabel internal perusahaan sebagai variabel bebas yang mempengaruhi struktur modal perusahaan dan tidak memasukan variabel eksternal khususnya indikator moneter kedalam model struktur modal perusahaan. Beberapa hasil penelitian berkaitan pengaruh indikator moneter terhadap struktur modal perusahaan telah dilakukan dibanyak negara dan secara empiris terbukti mempunyai pengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Berdasarkan hal tersebut, menarik untuk diteliti fenomena efek Pemoderasian Indikator Moneter Terhadap Validitas dari *Trade-off Theory* dan *Pecking Order Theory* di Bursa Efek Indonesia.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui efek pemoderasian indikator moneter terhadap validitas dari *trade-off theory* dan *pecking order theory* di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian ini dirancang sebagai penelitian deskriptif dan verifikatif dengan menggunakan data sekunder. Penelitian terhadap emiten industry non-keuangan di Bursa efek Indonesia dengan periode pengamatan 2009 sampai 2013. Pemilihan calon anggota sampel menggunakan probability sampling dan metode pemilihan sampel menggunakan metode acak bertingkat proporsional. Pengujian model regresi dengan menggunakan model regresi panel yang menggunakan tiga pendekatan yaitu *Pooled least square*, *Fixed effect* dan *Random Effect*. Pengujian model regresi, dilengkapi dengan pengujian terhadap asumsi klasik, yaitu pengujian multikolinieritas, pengujian heteroskedastisitas, pengujian Autokorelasi dan Normalitas.

Berdasarkan analisis terhadap model regresi, diperoleh hasil kesimpulan bahwa dari perbandingan arah koefisien yang diestimasi menurut teori dengan hasil penelitian, menunjukan model struktur modal *Pecking Order Theory*, lebih valid dalam menjelaskan pengaruh variabel independen terhadap struktur modal perusahaan dibandingkan dengan *Trade-off theory*. Hasil penelitian berkaitan variabel moderating tingkat bunga dan nilai tukar, hasil penelitian menunjukan bahwa variabel tingkat bunga dan nilai tukar terbukti sebagai variabel moderating yang memoderasi hubungan profitabilitas dan risiko bisnis dengan struktur modal.

Kata kunci : *Trade off theory, pecking order theory, moderating variabel.*

KATA PENGANTAR

Puji Syukur penulis ucapkan kehadirat Allah SWT karena rahmat dan hidayah-Nya, penulis dapat menyelesaikan penelitian dan penulisan disertasi ini sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Doktor Manajemen Bisnis Universitas Padjadjaran Bandung.

Rasa hormat dan penghargaan yang setinggi-tingginya pada kesempatan ini penulis sampaikan ucapan terima kasih kepada yang terhormat Ketua Tim Promotor, Ibu Prof.Dr. Hj. Rina Indriastuti,MSIE., Anggota Tim Promotor, Bapak Dr. Rahmat Sudarsono,SE.,MS dan Bapak Dr.H.Memed Sueb,SE.,MS.,AK yang dengan penuh kesabaran telah bersedia meluangkan waktu, pikiran dan tenaga untuk membimbing, mengarahkan, mengoreksi dan memberi petunjuk kepada penulis, sejak penelitian sampai dengan penulisan disertasi ini.

Penulisan disertasi ini tidak lepas dari bimbingan, dorongan, serta bantuan dari berbagai pihak. Pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan terimakasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Bapak Prof. Dr. Ganjar Kurnia, Ir, DEA., selaku Rektor Universitas Padjadjaran Bandung, yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk belajar di Universitas Padjadjaran.
2. Bapak Dr.Nury Effendi,SE.,MA., selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Padjadjaran Bandung
3. Bapak Prof. Dr. Ir. Mahfud Arifin, M.S., selaku Direktur Program Pascasarjana Universitas Padjadjaran Bandung.
4. Ibu Prof. Dr. Hj. Ernie Tisnawati Sule SE, M.Si., selaku Ketua Program DMB yang memotivasi untuk segera menyelesaikan disertasi ini.

Ucapan terima kasih dan penghargaan saya sampaikan pula kepada tim Oponen Ahli Ibu Prof. Dr. Hj. Ina Primiana,SE.,MT.,Ibu Dr.Hj.Imas Soemaryani,SE.,MS., dan Bapak Eric Febrian,SE.,M.Comm.,Ph.D., yang telah memberikan sumbang saran ilmiah dan kritik konstruktif sehingga membuka

cakrawala pikir penulis dalam pengembangan ilmu yang sangat berarti bagi penyempurnaan disertasi ini.

Rasa terima kasih juga saya sampaikan pula kepada teman-teman Dosen di Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara khususnya Kepada Bapak Nuryasman, Bapak Nyoman Saputra, Bapak Yanuar dan teman-teman lain yang tidak dapat saya sebutkan satu persatu, yang telah memberikan sumbang saran ilmiah dan kritik konstruktif sehingga membuka cakrawala pikir penulis dalam pengembangan ilmu yang sangat berarti bagi penyempurnaan disertasi ini.

Teristimewa, Penulis sampaikan puji syukur dan sembah sujud kepada Almarhum/almahurmah Ayahanda dan Ibunda tercinta yang memotivasi kepada penulis setiap saat untuk selalu belajar sampai akhir hayat. Ucapan terimakasih pula penulis sampaikan kepada rekan seangkatan pada program DMB, rekan kerja di Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanagara, serta tidak lupa pula kepada Istriku dan semua anak kami tercinta yang telah memberi motivasi dan inspirasi dalam penulisan disertasi ini.

Akhirnya penulis hanya memohon kepada Allah SWT, semoga segala amal baik dari Bapak, Ibu, dan Saudara yang telah membantu dalam menyelesaikan studi ini menjadi amal ibadah dan diterima oleh-Nya, Amien.

Bandung, Juni 2014
Penulis,

Jonnardi
12023009004

DAFTAR ISI

	Halaman
ABSTACT	i
ABSTAK	ii
KATA PENGANTAR	iii
DAFTAR ISI	v
DAFTAR TABEL	ix
DAFTAR GAMBAR	x
DAFTAR LAMPIRAN	xi
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Penelitian	1
1.2 Identifikasi, Batasan dan Rumusan Masalah	15
1.2.1 Identifikasi Masalah	15
1.2.2 Batasan Masalah	17
1.2.3 Rumusan Masalah	17
1.3 Tujuan Penelitian	18
1.4 Kegunaan Penelitian	19
BAB II KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS	20
2.1 Kajian Pustaka	20
2.1.1 Model Modigliani-Miller (MM) Tanpa Pajak	20
2.1.2 Model Modigliani-Miller (MM) Dengan Pajak	21
2.1.3 <i>Trade off theory</i>	22
2.1.4 <i>Pecking Order Theory</i>	24

2.1.5 <i>Market Timing Theory</i>	27
2.1.6 <i>Asymmetry Information Theory</i>	29
2.1.7 <i>Signaling Theory</i>	30
2.1.8 <i>Agency Theory</i>	31
2.1.9 Determinan Struktur Modal	34
2.1.9.1 Pertumbuhan Perusahaan	34
2.1.9.2 Profitabilitas	35
2.1.9.3 Risiko Bisnis	36
2.1.9.4 <i>Tax Shield</i>	38
2.1.9.5 <i>Deficit Cash Flow</i>	38
2.1.10 Variabel Moderating	39
2.1.10.1 Tingkat Suku Bunga	43
2.1.10.2 Nilai Tukar Rupiah	50
2.1.11 Penelitian Empiris Sebelumnya	57
2.2 Kerangka Pemikiran	63
2.2.1 Hubungan Pertumbuhan Perusahaan dengan Struktur Modal	67
2.2.2 Hubungan Profitabilitas Dengan Struktur Modal	67
2.2.3 Hubungan Risiko Bisnis Dengan Struktur Modal	68
2.2.4 Hubungan <i>Tax Shield</i> Dengan Struktur Modal	69
2.2.5 Hubungan <i>Deficit Cash Flow</i> Dengan Struktur Modal	69
2.2.6 Hubungan Tingkat Bunga Dengan Struktur Modal	70

2.2.7 Hubungan Nilai Tukar Dengan Struktur Modal	71
2.3 Hipotesis Penelitian	75
BAB III METODE PENELITIAN	76
3.1 Metode Yang Digunakan	76
3.2 Sumber dan Cara Penentuan Data	77
3.3 Teknik Pengumpulan Data	80
3.4 Operasional Variabel dan Pengukuran Variabel	81
3.5 Rancangan Analisis dan Uji Hipotesis	84
3.5.1 Rancangan Analisis	84
3.5.2 Hausman Test	87
3.5.3 Analisis Regresi variable moderating	88
3.5.4 Pengujian Asumsi Klasik	91
3.5.5 Pengujian Hipotesis	96
3.6. Rancangan Pemecahan Masalah	98
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	
4.1 Profil Emiten Industri Non keuangan	100
4.2 Hasil Pengujian Model Struktur Modal	104
4.3 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Struktur Modal	110
4.4 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal	111
4.5 Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Struktur Modal	113
4.6 Pengaruh <i>Tax Shield</i> Terhadap Struktur Modal	114

4.7	Pengaruh <i>Deficit Cash Flow</i> Terhadap Struktur Modal	116
4.8	Pengaruh Variabel Moderating Tingkat Bunga dan Nilai Tukar Rupiah	118
4.9	Hasil Pengujian Hipotesis	120
4.10	Rencana Tindakan	124
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN		133
5.1	Kesimpulan	133
5.2	Saran – saran	135
Daftar Pustaka		139

DAFTAR TABEL

Nomor	Judul	Halaman
3.1	Emiten Pasar Modal	78
3.2	Sampel Penelitian	80
3.3	Operasionalisasi Variabel	83
4.1	Deskripsi Statistik Variabel Penelitian	101
4.2	Estimasi Model Struktur Modal	105
4.3	Uji Hausman	106
4.4	Hasil Uji Multikolinearitas	109
4.5	Hasil Uji Asumsi Klasik	109
4.6	Perbandingan Model Struktur Modal Tanpa Variabel Moderating	122
4.7	Perbandingan Model Struktur Modal Dengan Variabel Moderating	123

DAFTAR GAMBAR

Nomor	Judul	Halaman
1.1	Deskripsi Trend Struktur Modal	10
1.2	Deskripsi Trend Variabel Penelitian	11
1.3	Deskripsi Trend Indikator Ekonomi	13
2.1	Teori Struktur Modal <i>Trade-Off Theory</i>	24
2.2	Pengaruh Variabel Moderating	41
2.3	Struktur Modal <i>Trade-Off Theory</i>	65
2.4	Struktur Modal <i>Pecking Order Theory</i>	66
2.5	Kerangka Pemikiran	72
2.6	Model Penelitian	73

DAFTAR LAMPIRAN

Nomor	Judul	Halaman
1	Hasil Regresi <i>Fixed Effect</i>	146
2	Hasil Regresi <i>Random Effect</i>	149
3	Hausman Test	152
4	Ringkasan Data Keuangan Perusahaan	153
5	Data Eviews	170

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian

Sumber pendanaan bagi perusahaan untuk keperluan investasi, pelunasan hutang yang jatuh tempo atau untuk pembayaran dividen, pertama kali akan didanai dengan menggunakan sumber dana internal yang merupakan akumulasi saldo laba periode sebelumnya dan laba periode berjalan, dan pada saat dana internal tersebut tidak mencukupi, dalam kondisi tersebut perusahaan harus memutuskan sumber pendanaan alternatif yang tersedia yaitu pendanaan dengan pinjaman atau pendanaan dengan penerbitan saham baru (eksternal). Pengambilan keputusan berkaitan dengan pilihan atas alternatif sumber pendanaan tersebut merupakan keputusan keuangan strategis karena berdampak terhadap kinerja khususnya keuangan perusahaan, baik kinerja dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

Penggunaan sumber pendanaan pinjaman atau penerbitan saham baru mempunyai konsekwensi yang berbeda bagi perusahaan. Pendanaan dengan pinjaman akan menimbulkan beban tetap berupa bunga yang akan berdampak langsung terhadap profitabilitas dan likuiditas usaha perusahaan. Risiko terbesar dari penggunaan sumber dana pinjaman dapat mempengaruhi kelangsungan usaha jika pinjaman tersebut menyebabkan terjadinya tekanan keuangan / *financial distress* yang akhirnya berdampak pada likuidasi usaha. Disisi lain penggunaan sumber pendanaan dengan penerbitan saham baru justru berpengaruh positif

terhadap kinerja keuangan serta likuiditas usaha. Permasalah dari alternatif ini pada pemegang saham lama (mayoritas) yang bisa terdilusi akibat penerbitan saham baru, serta kerugian potensial jika akibat penambahan saham baru berdampak menurunkan harga pasar saham.

Dalam pandangan manajemen keuangan, suatu keputusan pendanaan dapat dikatakan optimal jika dari keputusan pendanaan yang diambil, didapat suatu kondisi struktur modal yang akan meminimalkan biaya modal perusahaan (*weighted average cost of capital*) yang pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai perusahaan tersebut baru bisa dicapai apabila pengembalian investasi (Return) dari proyek yang didanai oleh pinjaman tersebut lebih besar dari biaya dana tersebut.

Tahun 1958, dua ahli manajemen keuangan Modigliani dan Miller (MM) mengajukan teori pertama berkaitan dengan struktur modal perusahaan, yang menyatakan dalam kondisi tidak ada pajak penghasilan, nilai perusahaan yang berutang akan sama dengan perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Dalam tahun 1963, MM menerbitkan artikel baru sebagai lanjutan dari model sebelumnya dengan meralaksasi salah satu asumsi dari model sebelumnya, yaitu adanya pajak penghasilan. MM menyimpulkan bahwa penggunaan hutang dalam struktur modal, akan meningkatkan nilai perusahaan. Bunga yang dibayarkan kepada pemberi pinjaman / kreditur merupakan pengeluaran yang dapat dikurangkan atas pendapatan kena pajak (*deductible expenses*), sehingga perusahaan yang menggunakan sumber dana pinjaman akan memperoleh manfaat berupa pembayaran pajak yang lebih kecil, dibandingkan jika dana yang sama

diperoleh dari penerbitan saham baru. Implikasi dari penghematan pajak tersebut, preposisinya menyatakan penggunaan hutang 100% akan mengoptimalkan nilai dari perusahaan.

Teori struktur modal diatas, menggunakan *asumsi-asumsi* yang sangat ketat bahkan tidak menggambarkan realitas usaha yang berlaku, yang antara lain perekonomian tanpa pajak, saham atau surat hutang diperdagangkan dalam pasar modal yang sempurna, hutang merupakan sekuritas tanpa risiko sehingga tingkat bunga hutang merupakan tingkat bunga bebas risiko, Investor mempunyai ekspektasi yang sama terhadap EBIT perusahaan dimasa datang, risiko bisnis diukur dengan σ EBIT, serta seluruh aliran kas dimasa datang adalah perpetuitas / pertumbuhan perusahaan nol atau risiko selalau sama. Pengembangan teori struktur modal berikutnya, dilakukan dengan merelaksasi *asumsi-asumsi* yang digunakan oleh MM.

Kelemahan yang cukup mendasar dari teori MM dengan pajak adalah tidak mempertimbangkan apa yang disebut dengan *Financial distress* dan *Agency cost debt* akibat penggunaan hutang pada tingkat sangat tinggi / *overleverage*. Kritikan atas kelemahan teori MM tersebut dilontarkan oleh Stiglitz (1969) dan Rubenstein (1973), yang berdasarkan kedua fakta tersebut dihasilkan teori struktur modal baru yang dikenal dengan *trade-off theory*. Preposisi dari teori tersebut adalah perusahaan akan meningkatkan hutangnya sampai pada tingkat tertentu, dimana manfaat atas peningkatan hutang (*tax shield*) sama dengan biaya berhutang (*financial distress*). *Trade-off theory* berimplikasi bahwa manajer

perusahaan akan berpikir dalam kerangka *trade-off* antara penghematan pajak dari berutang dengan biaya kesulitan keuangan akibat peningkatan hutang

Relaksasi berikutnya atas teori struktur modal, berkaitan dengan keberadaan informasi asimetris, yang menghasilkan *pecking order theory* (Myers, 1984). Berdasarkan *pecking order theory* disimpulkan bahwa dalam pembiayaannya, perusahaan mempunyai urutan pendanaan dengan prioritas pertama penggunaan dana internal, prioritas berikutnya penggunaan dana pinjaman dan penerbitan saham baru merupakan prioritas terakhir karena prioritas ini memerlukan biaya emisi yang relatif besar.

Baskin (1989) melakukan penelitian atas hipotesis *Pecking order theory* dengan menggunakan 378 perusahaan untuk periode penelitian tahun 1960 sampai 1972. Penemuannya memberikan hasil yang relatif sama, bahwa perusahaan yang membayar deviden tinggi pada masa lalu mempunyai kecenderungan untuk meminjam lebih banyak. Sehingga untuk keperluan pembiayaannya perusahaan lebih menggunakan dana internal dan pinjaman terlebih dahulu serta kemudian baru penerbitan saham.

Perkembangan teori struktur modal berikutnya dikembangkan oleh Baker dan Wurgler (2002) dengan menerbitkan paper berjudul "*Market Timing and Capital Structure*". Dasar pemikiran yang mendasari perkembangan teori struktur modal tersebut berkaitan dengan adanya pertanyaan apakah perubahan harga pasar saham dibursa mempengaruhi struktur modal perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian yang mereka lakukan, mereka menemukan fakta bahwa perusahaan terbuka akan menjual saham pada saat harga pasar saham tinggi dan akan

membeli kembali saham tersebut pada saat harga pasar rendah (*Equity Market Timing/Market Timing Theory*). Tujuan dari melakukan *equity market timing* ini adalah untuk mengeksploitasi fluktuasi jangka pendek atas *cost of equity* akibat perubahan harga pasar saham. Saat harga pasar saham sangat tinggi, *cost of equity* turun, perusahaan akan menerbitkan saham begitu juga sebaliknya. Menurut teori ini struktur modal yang dipertahankan perusahaan pada tanggal tertentu pada dasarnya merupakan hasil kumulatif dari usaha melakukan *equity market timing* di masa lalu.

Beberapa hasil penelitian yang dilakukan berkaitan pengujian determinan struktur modal menghasilkan kesimpulan yang tidak sama diantara peneliti. Penelitian berkaitan dengan pengaruh antara profitabilitas dengan struktur modal, memberikan hasil penelitian yang berbeda. Hasil penelitian oleh Strebulaev (2003) dengan menggunakan *refinancing model* menemukan hubungan yang positif antara profitabilitas dengan struktur modal, yang mana hasil penelitian tersebut konsisiten dengan *trade-off theory*. Penelitian lainnya oleh Baskin (1989), Rajan, Raghuran and Zingales (1995) memberikan hasil penelitian yang berbeda, hasil penelitian mereka menyimpulkan bahwa profitabilitas mempunyai hubungan negatif dengan struktur modal. Hasil penelitian ini konsisten dengan *pecking order theory*.

Penelitian berkaitan antara hubungan pertumbuhan perusahaan dengan struktur modal dilakukan oleh beberapa peneliti antara lain Titman dan Wessels (1988), Harris dan Raviv (1991), Rajan dan Zingales (1995) yang menunjukkan bukti adanya hubungan negatif pertumbuhan perusahaan dengan hutang.

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhannya tinggi mengakibatkan dana intenal yang tersedia tidak mencukupi untuk mendanai kebutuhan investasi, sehingga defisit tersebut akan didanai dengan hutang. Kesimpulan tersebut sesuai dengan *pecking order theory* yang menyatakan perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi cenderung membiayai investasinya dengan hutang.

Trade off theory justru berpendapat perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi akan menggunakan hutang yang relatif kecil, karena dalam kondisi tersebut harga pasar saham relatif tinggi yang relatif tinggi, sehingga perusahaan akan cenderung menerbitkan saham baru untuk mendanai defisit. Argumentasi lain yang diberikan, perusahaan dengan pertumbuhan tinggi cenderung menanggung *cost of financial distress* yang besar, sehingga untuk meminimalkan risiko, perusahaan akan mengurangi menggunakan hutang.

Penelitian berkaitan dengan pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal juga menunjukkan hasil yang berbeda diantara peneliti. Penelitian yang dilakukan oleh Seftianne dan Handayani (2011) menunjukkan bahwa risiko bisnis tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan struktur modal. Sementara penelitian Nisa (2003) menunjukkan hasil bahwa risiko bisnis berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Pembahasan teori struktur modal, yang didasarkan pada model Modigliani-Miller (1958), tidak memasukan variabel eksternal khususnya variabel indikator kebijakan moneter seperti tingkat bunga, nilai tukar serta inflasi sebagai variabel dalam model struktur modal yang dibentuk. Dalam mengembangkan model struktur modalnya, MM mengasumsikan variabel eksternal khususnya

indikator kebijakan moneter dianggap konstan. Asumsi tersebut mungkin akan tetap menghasilkan model struktur modal yang valid pada negara-negara dengan stabilitas moneter yang relatif stabil. Pada negara berkembang dengan stabilitas moneter yang relatif tidak stabil, dimana fluktuasi tingkat bunga pinjaman, nilai tukar serta inflasi selalu terjadi akibat kebijakan moneter yang diambil pemerintahan, maka variabel indikator kebijakan moneter semestinya dimasukkan sebagai variabel bebas atau variabel moderating kedalam model struktur modal yang akan dikembangkan.

Hasil penelitian berkaitan pengaruh indikator moneter terhadap struktur modal perusahaan telah banyak dilakukan oleh beberapa peneliti diberbagai negara. Berdasarkan hasil penelitian tersebut secara empiris dapat dibuktikan terdapat pengaruh indikator moneter terhadap keputusan struktur modal perusahaan. Booth dkk., (2001), membuktikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan fungsi dari tingkat pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, pengembangan pasar modal, jatuh tempo kewajiban serta keuntungan pajak. Penelitian mereka didasarkan pada asumsi bahwa perusahaan dalam masa *booming* akan menggunakan banyak hutang, dan menggunakan keuntungan dari pendanaan tersebut untuk membayar seluruh kewajiban keuangan yang timbul dari berutang.

Penelitian oleh Gajurel (2005) berkaitan dengan pengaruh indikator variabel makro ekonomi terhadap struktur modal di Nepal, menyimpulkan bahwa indikator variabel makro ekonomi mempunyai pengaruh dan signifikan terhadap keputusan struktur modal perusahaan. Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa tingkat pertumbuhan Produk Domestik Bruto (PDB) mempunyai pengaruh

terhadap leverage ratio perusahaan. Kesimpulan lainnya menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi cenderung menyebabkan perusahaan untuk menggunakan lebih banyak utang.

Dammon (1988) yang melakukan penelitian untuk topik yang relatif sama, berkesimpulan bahwa inflasi mempengaruhi struktur modal dan nilai perusahaan. Inflasi yang lebih tinggi mendorong investor untuk menjual obligasi yang mereka miliki dan menggunakan dana tersebut untuk membeli saham dari perusahaan lainnya. Kondisi ini mendorong perusahaan akan menerbitkan saham baru, yang akan menurunkan struktur modal perusahaan. Dokko (1989) memberikan dukungan empiris bahwa perubahan inflasi dapat menciptakan redistribusi kekayaan antara pemegang obligasi dan pemegang saham.

Perusahaan yang menggunakan pinjaman sebagai sumber pendanaan, bunga yang harus dibayar atas pinjaman tersebut merupakan biaya atas dana yang mereka gunakan. Perubahan tingkat bunga pinjaman yang dibebankan oleh pemberi dana secara langsung akan mempengaruhi besarnya biaya dana yang harus dibayar perusahaan. Peningkatan bunga pinjaman yang relatif tinggi berdampak biaya penggunaan dana semakin tinggi sehingga menurunkan keinginan perusahaan untuk melakukan peminjaman sehingga menurunkan tingkat leverage perusahaan (Homaifar: 2000), begitu juga sebaliknya.

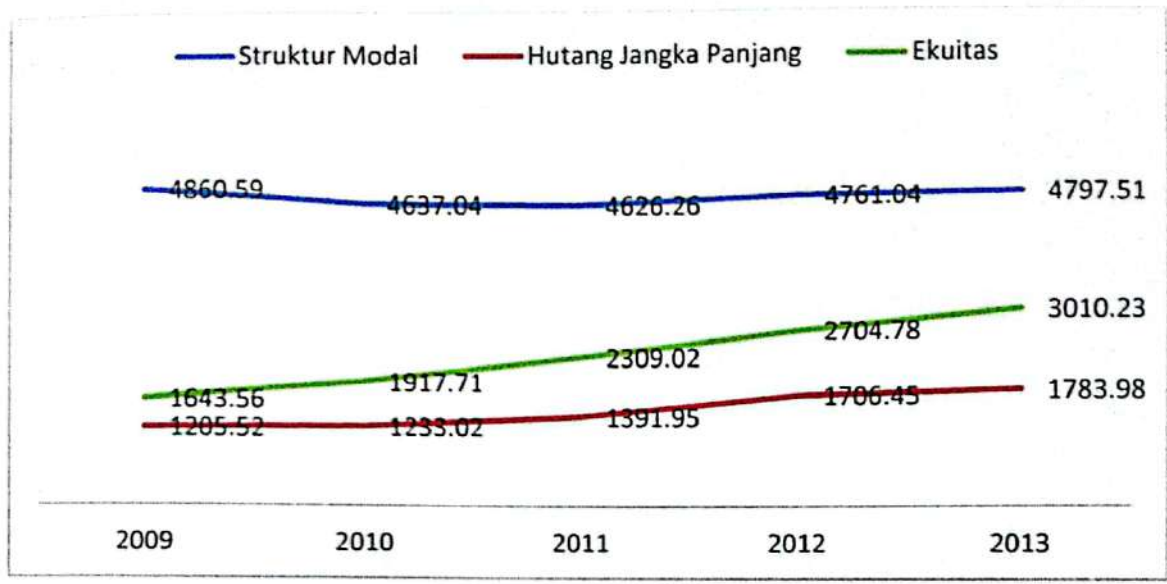
Penggunaan pinjaman dari luar negeri atau pinjamannya dalam bentuk valuta asing yang diterima oleh perusahaan, biaya atas penggunaan dana akan meliputi bunga pinjaman serta biaya berupa kerugian yang dikarenakan depresiasi mata uang Rupiah terhadap valuta asing yang digunakan. Depresiasi Rupiah akan

berdampak perusahaan harus membayar hutang valas (pokok dan bunga) yang sama dengan rupiah yang lebih banyak atau meningkatkan kewajiban perusahaan kepada pemberi dana. Homaifar (2000) menyimpulkan dalam kondisi mata uang lokal terdepresiasi maka perusahaan akan mengurangi jumlah kewajibannya. Hasil penelitian lainnya berkaitan dengan perubahan nilai tukar dengan struktur modal yang dilakukan oleh Harris and Raviv (1991), menyimpulkan tidak hubungan antara nilai tukar suatu mata uang dengan struktur modal perusahaan.

Hasil penelitian serta dukungan teoritis yang ada seperti yang dijelaskan pada alinea sebelumnya, terbukti secara empiris bahwa tingkat bunga serta nilai tukar merupakan variabel eksternal yang juga mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan. Tingkat bunga serta nilai tukar Rupiah yang berlaku dipasar merupakan variabel yang memoderasi hubungan determinan struktur modal terhadap struktur modal perusahaan.

Fenomena struktur modal pada perusahaan industri non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2009 sampai 2013 menunjukkan fenomena dimana perusahaan dalam kelompok industri tersebut cenderung *under-leverage* dalam struktur modal mereka. Seperti digambarkan pada Gambar 1.1 terlihat dari 2009 sampai 2011 terjadi penurunan dalam struktur modal perusahaan, dimana ratio hutang terhadap total aset pada tahun 2009 sebesar 48,6% turun menjadi 46,37% ditahun 2010 dan turun lagi menjadi 46,26% ditahun 2011. Untuk tahun 2012 dan 2013 struktur modal perusahaan kembali mengalami peningkatan dimana pada tahun 2012 menjadi 47,6% dan dalam tahun 2013 naik lagi menjadi 47,97%.

Gambar 1.1
Deskripsi Trend Struktur Modal



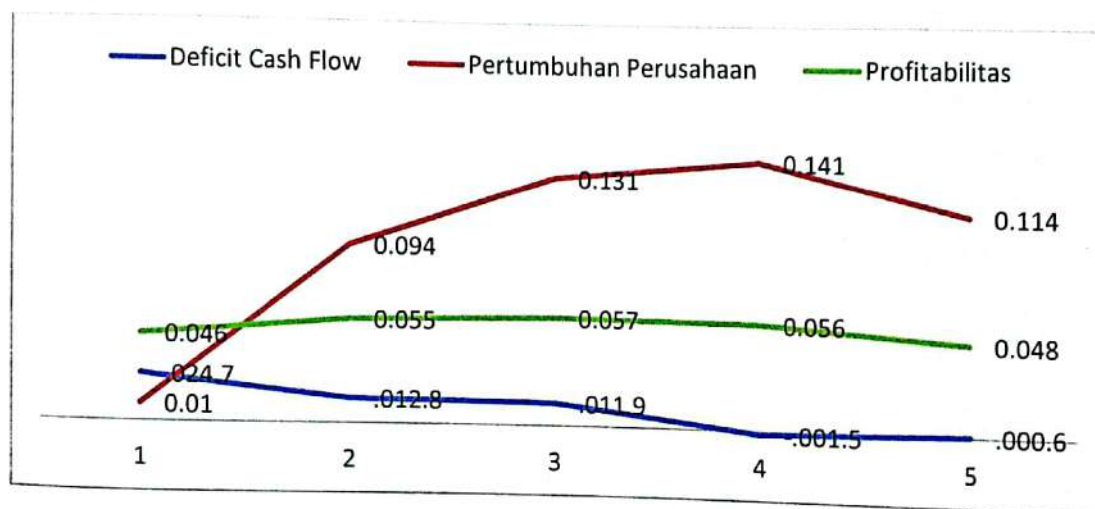
Sumber : Hasil Olah Data

Berdasarkan Gambar 1.1 terlihat jumlah hutang yang digunakan perusahaan mengalami peningkatan selama periode pengamatan, dimana dalam tahun 2009 jumlah hutang yang digunakan sebesar Rp.1,205 Triliun, meningkat menjadi Rp.1,233 Triliun ditahun 2010, meningkat menjadi Rp.1,391 Triliun ditahun 2011, meningkat lagi menjadi Rp.1.706 Triliun ditahun 2012 dan akhirnya menjadi Rp.1.783 Triliun ditahun 2013. Dalam periode yang sama penggunaan ekuitas dalam struktur modal juga mengalami peningkatan, dimana tahun 2009 jumlah ekuitas yang digunakan sebesar Rp.1,643 Triliun, meningkat menjadi Rp.1,917 Triliun ditahun 2010, meningkat menjadi Rp.2,309 Triliun ditahun 2011, meningkat lagi menjadi Rp.2.704 Triliun ditahun 2012 dan akhirnya menjadi Rp.3,010 Triliun ditahun 2013. Peningkatan penggunaan ekuitas yang lebih besar dibanding penggunaan hutang selama periode pengamatan, inilah

yang menyebabkan struktur modal menjadi turun selama tahun 2009 sampai 2011 dan mulai naik ditahun 2012 dan 2013.

Perubahan determinan struktur modal selama periode pengamatan menggambarkan trend sebagai berikut :

Gambar 1.2
Deskripsi Trend Variabel penelitian



Berdasarkan gambar 1.2, pertumbuhan perusahaan pada awalnya tumbuh relatif kecil, dimana dalam tahun 2009 pertumbuhan perusahaan sebesar 1% dan ditahun berikutnya pertumbuhan perusahaan mulai mengalami peningkatan. Selama tahun 2010 naik menjadi 9,4% , ditahun tahun 2011 naik lagi menjadi 13,1% dan puncaknya ditahun 2012 meningkat lagi menjadi 14,11%. Dalam tahun 2013 pertumbuhan perusahaan turun menjadi 11,4%.

Profitabilitas usaha selama periode pengamatan pada awalnya mengalami peningkatan dari 4,46% ditahun 2009, naik menjadi 5,5% ditahun 2010 dan naik lagi menjadi 5,7% ditahun 2011. Setelah periode tersebut profitabilitas mengalami penurunan setiap tahunnya, dimana tahun 2012 profitabilitas turun menjadi 5,6%, dan akhirnya turun menjadi 4,8% ditahun 2013.

Trend variabel pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas kalau diamati lebih jauh, terlihat selama periode observasi ternyata rata-rata pertumbuhan perusahaan setiap tahun lebih tinggi dari rata-rata profitabilitas tahunan yang dicapai perusahaan. Perbedaan tersebut mengindikasikan bahwa sumber dana yang digunakan untuk mendanai peningkatan investasi atau peningkatan aset dalam periode tersebut tidak dapat dipenuhi seluruhnya dari hasil usaha periode berjalan, kebutuhan dana tersebut akan dipenuhi dengan menggunakan dana internal berupa saldo laba periode sebelumnya, dan kekurangan kebutuhan dana akan didanai dari sumber pinjaman atau penambahan modal dari pemegang saham.

Trade off theory menyatakan bahwa perusahaan dalam kondisi *under-leverage*, seharusnya meningkatkan penggunaan hutang untuk mencapai struktur modal yang optimum sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Menurut *Pecking order theory* perusahaan dengan pertumbuhan aset yang lebih tinggi dari profitabilitas akan mendanai defisit arus kas dengan penggunaan pinjaman. Dengan asumsi adanya informasi asimetris, penggunaan dana dari ekuitas merupakan alternatif terakhir yang akan diambil. Jika kebijakan tersebut diambil seharusnya meningkatkan struktur modal perusahaan. Hasil penelitian awal, menunjukkan fenomena dimana selama periode pengamatan, terdapat indikasi perusahaan dalam industri non-keuangan lebih banyak menggunakan sumber dana ekuitas dibanding dengan pinjaman untuk menutup kebutuhan dananya.

Kecendrungan perusahaan dalam industri non-keuangan mengurangi penggunaan hutang dalam struktur modal, dalam kondisi mereka seharusnya

Trend variabel pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas kalau diamati lebih jauh, terlihat selama periode observasi ternyata rata-rata pertumbuhan perusahaan setiap tahun lebih tinggi dari rata-rata profitabilitas tahunan yang dicapai perusahaan. Perbedaan tersebut mengindikasikan bahwa sumber dana yang digunakan untuk mendanai peningkatan investasi atau peningkatan aset dalam periode tersebut tidak dapat dipenuhi seluruhnya dari hasil usaha periode berjalan, kebutuhan dana tersebut akan dipenuhi dengan menggunakan dana internal berupa saldo laba periode sebelumnya, dan kekurangan kebutuhan dana akan didanai dari sumber pinjaman atau penambahan modal dari pemegang saham.

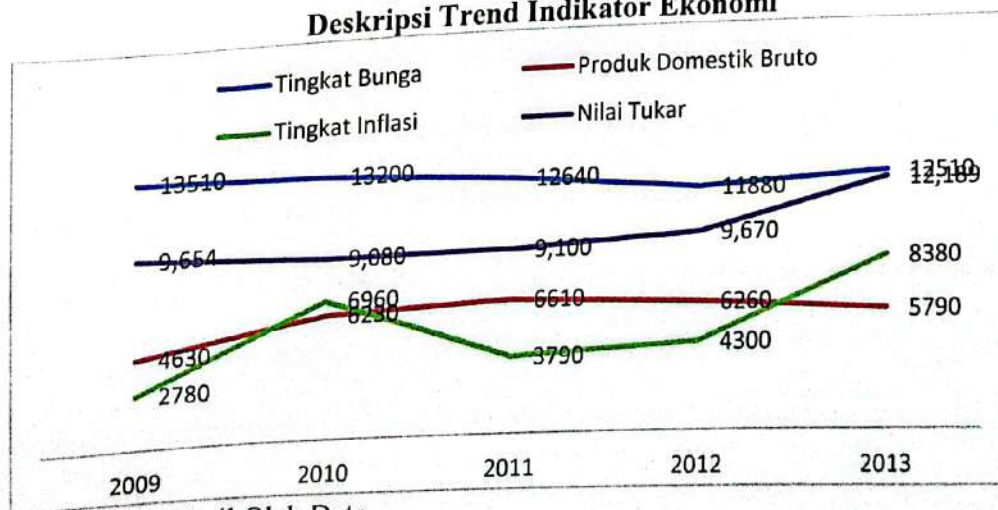
Trade off theory menyatakan bahwa perusahaan dalam kondisi *under-leverage*, seharusnya meningkatkan penggunaan hutang untuk mencapai struktur modal yang optimum sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Menurut *Pecking order theory* perusahaan dengan pertumbuhan aset yang lebih tinggi dari profitabilitas akan mendanai defisit arus kas dengan penggunaan pinjaman. Dengan asumsi adanya informasi asimetris, penggunaan dana dari ekuitas merupakan alternatif terakhir yang akan diambil. Jika kebijakan tersebut diambil seharusnya meningkatkan struktur modal perusahaan. Hasil penelitian awal, menunjukkan fenomena dimana selama periode pengamatan, terdapat indikasi perusahaan dalam industri non-keuangan lebih banyak menggunakan sumber dana ekuitas dibanding dengan pinjaman untuk menutup kebutuhan dananya.

Kecendrungan perusahaan dalam industri non-keuangan mengurangi penggunaan hutang dalam struktur modal, dalam kondisi mereka seharusnya

meningkatkan pinjaman, diduga dimodreasi kondisi eksternal khususnya moneter, yang berdampak memperlambat keinginan perusahaan untuk menggunakan pinjaman.

Pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas yang relatif kecil selama periode pengamatan, dapat merupakan indikasi belum membaiknya kondisi makro ekonomi setelah keluar dari krisis keuangan tahun 2008 khususnya bagi emiten industri non-Keuangan. Kondisi makro ekonomi yang kurang mengembirakan tersebut, tercermin dari fluktuasi return saham emiten industri non-keuangan, dimana dalam tahun 2009 return saham sebesar 7,5% ditahun 2010 naik menjadi 10,51% dan ditahun 2011 turun menjadi 1,35%, tahun 2012 naik lagi menjadi 2,39% dan akhir tahun 2013 return saham turun lagi menjadi 0,96%. Perubahan return saham tersebut jika dihubungkan dengan perubahan Produk domestik bruto, tingkat bunga dan nilai tukar Rupiah terhadap US\$ terlihat sebagai berikut :

Gambar 1.3
Deskripsi Trend Indikator Ekonomi



Sumber : Hasil Olah Data

Gambar 1.3 terlihat selama periode 2009 sampai 2013 tingkat bunga pinjaman dari Bank swasta Nasional mengalami penurunan, dimana ditahun 2009

tingkat bunga 13,51%, ditahun 2010 turun menjadi 13,20%, ditahun 2011 turun lagi menjadi 12,64% dan puncak penurunan ditahun 2012 menjadi 11,88%. Dalam tahun 2013 tingkat bunga pinjaman naik kembali menjadi 12,51%. Untuk Produk Nasional Bruto, dimana selama periode 2009 sampai 2011 Produk Nasional Bruto tumbuh dari 4,8% ditahun 2009, naik menjadi 6,23% ditahun 2010 dan naik lagi menjadi 6,61% ditahun 2011. Untuk dua tahun terakhir, Produk Domestik Bruto mengalami penurunan dimana ditahun 2012 turun menjadi 6,26% dan ditahun 2013 turun lagi menjadi 5,79%. Perubahan untuk nilai tukar Rupiah terhadap AS\$ selama periode pengamatan juga menggambarkan fluktuasi, dimana ditahun 2010 Rupiah mengalami penguatan dibanding periode sebelumnya, dan ditahun 2011 sampai 2013 Rupiah terdepresiasi dimana nilai tukar Rupiah turun dari Rp.9.100/AS\$ ditahun 2011 menjadi Rp.9.670/AS\$ ditahun 2012 dan akhirnya menjadi Rp.12.189/AS\$ ditahun 2013.

Gambar trend Produk domestik bruto, tingkat bunga dan nilai tukar Rupiah terhadap US\$ dapat menjelaskan kenapa selama periode 2009 sampai 2013 pertumbuhan perusahaan dan profitabilitas untuk emiten dalam industri non keuangan relatif kecil. Ketika kondisi perekonomian diasumsikan oleh perusahaan tidak terlalu baik, tidak terdapat proyek dengan NPV positif maka dalam kondisi tersebut perusahaan cenderung mengurangi hutang dalam struktur modal perusahaan, kebutuhannya akan didanai dengan lebih mengutamakan sumber dana internal atau penambahan modal saham dibandingkan dari penggunaan dana pinjaman dengan biaya yang relatif besar.

Berdasarkan uraian tersebut di atas serta dengan didukung dengan banyak riset penelitian, penelitian disertasi ini akan mencoba melakukan pengembangan atas teori struktur modal *trade off theory* dan *pecking order theory*, dimana dengan batasan untuk indikator moneter yaitu tingkat bunga, dan nilai tukar sebagai variabel moderating yang memberi peran memperkuat atau memperlemah hubungan antara variabel pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, risiko bisnis, *tax shields* dan *defisit cash flow* terhadap variabel struktur modal perusahaan.

1.2. Identifikasi, Batasan dan Rumusan Masalah

1.2.1 Identifikasi Masalah

1. Perubahan indikator moneter yang meliputi tingkat bunga, dan nilai tukar pada suatu negara, sebagai variabel moderasi memberikan peran memperkuat atau memperlemah hubungan determinan struktur modal dengan keputusan struktur modal yang akan diambil perusahaan.
2. Penelitian ini akan mencoba melakukan pengembangan atas dua teori struktur modal yaitu *trade off theory* dan *pecking order theory*, berkaitan kebijakan struktur modal perusahaan, yaitu bagaimana keputusan pendanaan tersebut diambil. Variabel - variabel yang mempengaruhi keputusan pendanaan tersebut, adalah : 1) Pertumbuhan Perusahaan, Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi akan menggunakan banyak hutang untuk mendanai kebutuhan investasinya 2) Profitabilitas, Kemampuan perusahaan memperoleh laba mempunyai hubungan negatif dengan struktur modal, dimana perusahaan yang *profitable* akan

mempunyai dana internal yang besar, sehingga akan menggunakan hutang yang lebih kecil dalam struktur modalnya, 3) Risiko bisnis, perusahaan yang memiliki risiko bisnis besar cenderung akan menurunkan rasio hutang dalam struktur modalnya, karena risiko bisnis akan meningkatkan *financial distress*, 4) *Tax Shield*, keuntungan pajak atas pembayaran bunga pinjaman, dimana semakin banyak hutang yang digunakan, semakin banyak manfaat pajak yang diperoleh, dan 5) *Deficit cash flow*, dimana perusahaan dalam kondisi mengalami *deficit cash flow*, akan menggunakan hutang sebagai prioritas pertama sumber pendanaan.

3. Variabel indikator moneter yang merupakan variabel eksternal yang diduga sebagai variabel moderating yang memberi peran memperkuat atau memperlemah hubungan determinan struktur modal dengan struktur modal, antara lain : 1) Tingkat suku bunga, dalam kondisi tingkat bunga pinjaman relatif tinggi, kondisi tersebut akan memberi peran memperlemah keinginan perusahaan untuk penggunaan hutang, yang berdampak struktur modal perusahaan akan turun, begitu juga sebaliknya, 2) Nilai tukar, depresiasi mata uang Rupiah karena naiknya nilai tukar valuta asing, kondisi tersebut akan memberi peran memperlemah keinginan perusahaan untuk menggunakan hutang, yang berdampak struktur modal perusahaan turun, begitu juga sebaliknya.

1.2.2 Batasan Masalah

- 1. Penelitian ini dimaksudkan untuk pengembangan atas *trade off theory* dan *pecking order theory* dengan menambahkan variabel indikator moneter sebagai variabel moderating.
- 2. Determinan struktur modal yang digunakan untuk validitas *trade off theory* adalah pertumbuhan perusahaan, profitabilitas, risiko bisnis dan *tax shield* sedangkan untuk *pecking order theory* variabel yang digunakan pertumbuhan perusahaan, profitabilitas dan *deficit cash flow*.
- 3. Variabel tingkat bunga dan nilai tukar Rupiah yang diduga sebagai variabel moderating akan memberikan peran memperkuat atau memperlemah hubungan antara profitabilitas dan risiko bisnis terhadap struktur modal.
- 4. Unit analisis penelitian ini adalah emiten pasar modal dalam Industri Non Keuangan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2013.

1.2.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan identifikasi masalah diatas berkaitan efek moderasi tingkat bunga dan nilai tukar Rupiah untuk menguji validitas teori struktur modal *trade-off theory* dan *Pecking order theory*, rumusan masalah sebagai berikut:

- 1. Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal

2. Apakah profitabilitas perusahaan berpengaruh negatif terhadap struktur modal
3. Apakah risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap struktur modal
4. Apakah *tax shield* berpengaruh positif struktur modal
5. Apakah *defisit cash flow* berpengaruh negatif terhadap struktur modal
6. Apakah tingkat suku bunga dan nilai tukar sebagai variabel moderating memberi peran memperlemah atas hubungan antara profitabilitas dan risiko bisnis terhadap struktur modal.

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menguji dan menganalisis pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal
2. Menguji dan menganalisis pengaruh profitabilitas perusahaan terhadap struktur modal
3. Menguji dan menganalisis pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal
4. Menguji dan menganalisis pengaruh *tax shield* perusahaan terhadap struktur modal
5. Menguji dan menganalisis pengaruh *defisit cash flow* perusahaan terhadap struktur modal
6. Menguji dan menganalisis peran memperkuat atau melemahkan tingkat suku bunga dan nilai tukar Rupiah sebagai variabel moderating terhadap hubungan profitabilitas dan risiko bisnis dengan struktur modal

1.4. Kegunaan Penelitian

a) Akademisi

1. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi bagi penerapan teori struktur modal di Indonesia, terutama untuk memperjelas pengaruh moderasi indikator moneter terhadap struktur modal.
2. Hasil penelitian dan keterbatasan yang dikemukakan dalam penelitian ini dapat menjadi pedoman bagi peneliti berikutnya untuk menguatkan sebuah model dan teori.

b) Praktis

1. Bagi Perusahaan, dapat memberikan masukan kepada manajer dalam membuat kebijakan berkaitan dengan struktur modal yang membantu mereka dalam meningkatkan nilai dari perusahaan.
2. Bagi pemegang saham dapat digunakan untuk menilai propek investasi yang mereka lakukan dalam saham suatu perusahaan.
3. Bagi Kreditur dapat dijadikan masukan dalam pengambilan keputusan pemberian kredit bagi nasabah lama atau calon nasabah.
4. Bagi pemerintah, dapat dijadikan sebagai masukan dalam membuat kebijakan atau perubahan kebijakan terutama kebijakan pada bidang moneter.