

**VARIASI KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN
DI NEGARA-NEGARA ASEAN**

TESIS



Disusun oleh:

SERANI SOPUTRI

13160009

PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN FAKULTAS BISNIS

UNIVERSITAS KRISTEN DUTA WACANA

YOGYAKARTA

2018

***VARIATIONS IN CAPITAL STRUCTURE POLICIES
IN ASEAN COUNTRIES***

THESIS



Written by:

SERANI SOPUTRI

13160009

MASTER OF MANAGEMENT PROGRAM FACULTY OF BUSINESS

DUTA WACANA CHRISTIAN UNIVERSITY

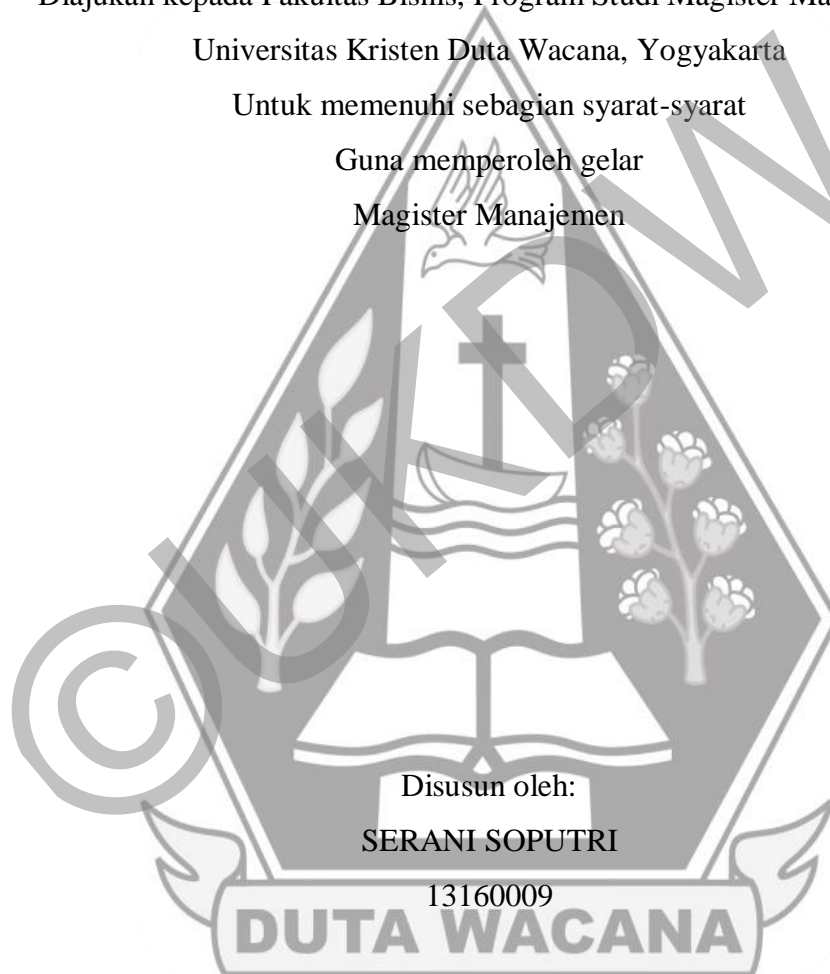
YOGYAKARTA

2018

VARIASI KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN
DI NEGARA-NEGARA ASEAN

TESIS

Diajukan kepada Fakultas Bisnis, Program Studi Magister Manajemen
Universitas Kristen Duta Wacana, Yogyakarta
Untuk memenuhi sebagian syarat-syarat
Guna memperoleh gelar
Magister Manajemen



PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN FAKULTAS BISNIS
UNIVERSITAS KRISTEN DUTA WACANA
YOGYAKARTA
2018

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis dengan judul:

**VARIASI KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN
DI NEGARA-NEGARA ASEAN**

telah diajukan dan dipertahankan oleh:

Serani Soputri

13160009

dalam Ujian Tesis Program Studi S2 Magister Manajemen

Fakultas Bisnis Universitas Kristen Duta Wacana

dan dinyatakan DITERIMA untuk memenuhi salah satu syarat memperoleh gelar

Magister Manajemen pada tanggal

19 NOV 2018

Nama Dosen

Tanda Tangan

1. Dr. Perminas Pangeran, S.E., M.Si.
(Ketua Penguji)

2. Dra. Erni Ekawati, MBA, MSA, Ph.D.
(Dosen Pembimbing)

3. Drs. Sisnuhadi, MBA, Ph.D.
(Dosen Penguji)

Yogyakarta,

08 DEC 2018

Disahkan oleh

Dekan

Ketua Program Studi



Dr. Singgih Santoso, M.M.

Dr. Perminas Pangeran, S.E., M.Si.

PERNYATAAN KEASLIAN TESIS

Saya menyatakan bahwa sesungguhnya tesis dengan judul:

VARIASI KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN DI NEGARA-NEGARA ASEAN

yang saya kerjakan untuk melengkapi sebagian syarat untuk menjadi Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen Fakultas Bisnis Universitas Kristen Duta Wacana Yogyakarta adalah bukan hasil tiruan atau duplikat dari karya pihak lain di Perguruan Tinggi atau Instansi manapun, kecuali bagian yang sumber informasinya sudah dicantumkan sebagaimana mestinya.

Jika kemudian hari didapati bahwa hasil tesis ini adalah hasil plagiasi atau tiruan dari karya pihak lain, maka saya bersedia dikenai sanksi, yakni pencabutan gelar saya.

Yogyakarta, 12 November 2018



Serani Soputri

13160009

HALAMAN PERSEMBAHAN

Seluruh kerja keras, usaha, doa, dan perjuangan dalam menyelesaikan tesis ini, saya persembahkan bagi kedua orang tua, kakak, sahabat, dan semua pihak yang telah membantu saya dari awal hingga selesainya tesis ini.

©UKDW

KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa, karena rahmat dan kebaikan-Nya penulis dapat menyelesaikan tesis yang berjudul **VARIASI KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL PERUSAHAAN DI NEGARA-NEGARA ASEAN.**

Pada kesempatan ini penulis juga mengucapkan terima kasih kepada pihak-pihak yang telah membantu penulis dalam penelitian tesis ini:

1. Keluarga penulis yang selalu mendampingi, membimbing, dan membantu setiap proses yang dihadapi dari awal hingga saat ini, terutama kedua orang tua, Surjo Winarno dan Elizabeth Ratna Sulistyanidewi, serta kakak penulis, Selena Soputri.
2. Ibu Dra. Erni Ekawati, MBA, MSA, Ph.D selaku dosen pembimbing tesis.
3. Kristiana Icha R.S., Emor Gladies Monica, dan Elma Fabiola Suitela yang selalu memberikan semangat dan menemani penulis dalam mengerjakan tesis ini.
4. Teman-teman Magister Manajemen UKDW 2016, Akuntansi UKDW 2012, Messenjah, *Nothing is Impossible*, dan teman-teman lain yang setia memberikan doa dan semangat untuk penulis.

Akhir kata, penulis berharap agar hasil penelitian tesis ini dapat memberikan manfaat dan informasi bagi pembaca. Saran dan kritik sangat penulis harapkan demi perbaikan laporan hasil penelitian tesis ini.

Yogyakarta, November 2018

Serani Soputri

DAFTAR ISI

Halaman Judul	i
Halaman Pengesahan	ii
Pernyataan Keaslian Tesis.....	iii
Halaman Persembahan.....	iv
Kata Pengantar.....	v
Daftar Isi.....	vi
Daftar Tabel.....	ix
Daftar Gambar	xi
Daftar Lampiran.....	xii
Abstrak	xiii
<i>Abstract</i>	xiv
Bab 1 Pendahuluan	1
1.1. Latar Belakang.....	1
1.2. Rumusan Masalah.....	6
1.3. Tujuan Penelitian	6
1.4. Kontribusi Penelitian.....	7
1.5. Batasan Penelitian.....	7
Bab 2 Landasan Teori	8
2.1. Struktur Modal.....	8
2.1.1. Teori <i>Trade-off</i>	9
2.1.2. Teori <i>Pecking Order</i>	11
2.1.3. Penelitian Terdahulu terkait Struktur Modal	13
2.2. Faktor Spesifik terhadap Struktur Modal	15
2.3. <i>The Corporate Finance Trilemma</i>	16
2.4. Aktivitas Operasi dan Investasi Perusahaan.....	19
2.5. Peta Jalan Penelitian di Bidang Struktur Modal	21
2.6. Pengembangan Hipotesis.....	22

2.7. Kerangka Penelitian	26
Bab 3 Metoda Penelitian	27
3.1. Data	27
3.2. Definisi Variabel dan Pengukurannya.....	29
3.2.1. Variabel Dependen.....	29
3.2.1.1. Perubahan <i>Leverage</i> (ΔLev)	29
3.2.1.2. Volatilitas <i>Leverage</i> (<i>VolLev</i>)	30
3.2.1.3. Komponen Trilema Keuangan Perusahaan.....	30
3.2.1.4. Standar Deviasi Aktivitas Operasi dan Investasi Perusahaan.....	32
3.2.2. Variabel Independen.....	32
3.2.2.1. Ukuran Perusahaan (<i>DSmallSize</i>).....	33
3.2.2.2. Profitabilitas (ROA)	33
3.2.2.3. Aktivitas Operasi dan Investasi.....	34
3.2.2.4. Standar Deviasi Komponen Trilema Keuangan Perusahaan	35
3.2.3. Variabel Kontrol.....	36
3.3. Desain Penelitian.....	39
3.4. Prosedur Analisis Data	41
3.4.1. Analisis Statistik Deskriptif	41
3.4.2. Model Statistis dan Uji Hipotesis.....	42
3.4.3. Uji Asumsi Klasik	43
3.4.3.1. Uji Multikolinieritas	43
3.4.3.2. Uji Autokorelasi	44
3.4.3.3. Uji Normalitas.....	44
3.4.3.4. Uji Heterokedastisitas.....	45
Bab 4 Analisis dan Pembahasan	46
4.1. Sampel Penelitian.....	46
4.2. Statistik Deskriptif Hipotesis Pertama	49
4.3. Deskripsi Data untuk Pengujian Hipotesis Pertama	54
4.4. Statistik Deskriptif Hipotesis Ke-dua.....	65

4.5. Deskripsi Data untuk Pengujian Hipotesis Ke-dua.....	67
4.6. Analisis Uji Asumsi Klasik	73
4.7. Pembahasan dan Implementasi Hasil.....	76
4.8. Implikasi.....	79
Bab 5 Penutup.....	80
5.1. Kesimpulan.....	80
5.2. Keterbatasan	81
5.3. Saran.....	82
Apendiks	83
Daftar Pustaka	85
Publikasi.....	91
Lampiran	92

©UKDW

DAFTAR TABEL

Tabel 3.1. Pasar modal di ASEAN	28
Tabel 3.2. Tingkat autokorelasi Durbin Watson.....	44
Tabel 4.1. Jumlah perusahaan <i>go-public</i> per industri per negara yang tergabung di ASEAN tahun 2007-2017	47
Tabel 4.2. Hasil pengambilan sampel	48
Tabel 4.3. Statistik deskriptif variabel untuk negara Filipina tahun 2007-2017	50
Tabel 4.4. Statistik deskriptif variabel untuk negara Indonesia tahun 2007-2017 ...	50
Tabel 4.5. Statistik deskriptif variabel untuk negara Malaysia tahun 2007-2017	51
Tabel 4.6. Statistik deskriptif variabel untuk negara Singapura tahun 2007-2017...	52
Tabel 4.7. Statistik deskriptif variabel untuk negara Thailand tahun 2007-2017	53
Tabel 4.8. Statistik deskriptif variabel untuk negara Vietnam tahun 2007-2017.....	53
Tabel 4.9. Rata-rata rasio <i>leverage</i> per negara per tahun.....	55
Tabel 4.10. Rasio <i>leverage</i> tahun 2007 dan 2017.....	56
Tabel 4.11. Perubahan struktur modal <i>versus</i> volatilitas struktur modal.....	57
Tabel 4.12. Perubahan struktur modal dan volatilitas struktur modal per negara	58
Tabel 4.13. Hubungan antara faktor spesifik perusahaan dengan perubahan dan volatilitas struktur modal	61
Tabel 4.14. Regresi menjelaskan perubahan rasio <i>leverage</i> antara tahun 2007 dan 2017	63
Tabel 4.15. Regresi menjelaskan volatilitas rasio <i>leverage</i> antara tahun 2007 dan 2017	64
Tabel 4.16. Statistik deskriptif variabel yang digunakan untuk menguji hipotesis ke-dua	66
Tabel 4.17. Penjabaran rasio <i>leverage</i> akhir menjadi liabilitas awal dan perubahan liabilitas.....	68
Tabel 4.18. Sumber dan penggunaan aliran kas perusahaan yang dikelompokkan berdasarkan rata-rata <i>debt flows</i>	68

Tabel 4.19. Standar deviasi sumber dan penggunaan aliran kas perusahaan yang dikelompokkan berdasarkan standar deviasi <i>debt flows</i>	69
Tabel 4.20. Respon standar deviasi <i>leverage</i> , <i>equity payouts</i> , dan perubahan saldo kas terhadap CFOI.....	70
Tabel 4.21. Hubungan antara standar deviasi CFOI terhadap standar deviasi <i>debt flows</i> , standar deviasi <i>equity payouts</i> , dan standar deviasi perubahan saldo kas.....	72

©UKDW

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1. Grafik teori <i>trade-off</i>	11
Gambar 2.2. Peta jalan penelitian	22
Gambar 2.3. Kerangka penelitian	26

©UKDW

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Sektor dan industri berdasarkan GICS	92
Lampiran 2 Hasil uji asumsi klasik Tabel 4.14	94
Lampiran 3 Hasil uji asumsi klasik Tabel 4.15	96
Lampiran 4 Hasil uji asumsi klasik Tabel 4.20	98
Lampiran 5 Hasil uji asumsi klasik Tabel 4.21	99
Lampiran 6 Formulir revisi judul tesis.....	100
Lampiran 7 Halaman revisi	101

©UKDW

ABSTRAK

Teori trade-off statis menyatakan bahwa terdapat target rasio leverage yang dapat menyeimbangkan manfaat dan biaya utang. Dengan demikian, penelitian-penelitian empiris yang dilakukan berusaha untuk menjelaskan faktor yang menyebabkan variasi leverage antar perusahaan, yang seharusnya cenderung stabil secara teoritis. Namun, penelitian terbaru menemukan bahwa banyak perusahaan tidak mengejar pendekatan yang menekankan pada kestabilan leverage ini. DeAngelo and Roll (2015) menemukan bahwa, di Amerika Serikat, stabilitas struktur modal adalah sebuah anomali, bukan aturan yang baku. Campbell dan Rogers (2018) menemukan bahwa banyak perusahaan di Eropa memiliki variasi yang substansial dalam struktur modal mereka. Mereka juga menemukan bahwa pola ini terjadi di berbagai negara.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk memperluas temuan saat ini dengan mengamati dan menganalisis struktur modal perusahaan di ASEAN, dan secara ekstensif menganalisis penyebab volatilitas struktur modal. Studi ini akan menemukan (i) pengaruh faktor karakteristik spesifik perusahaan antar industri dan negara, pada perubahan dan volatilitas rasio utang dan (ii) pengaruh kegiatan operasional dan investasi perusahaan pada trilema keuangan perusahaan yang meliputi rasio utang, pembayaran ekuitas, dan perubahan kas. Studi ini merupakan yang pertama dengan menggunakan data perusahaan non-keuangan dan non-jasa yang terdaftar pada bursa saham di negara-negara ASEAN di tahun 2007 hingga 2017, dari Osiris Database. Metoda Ordinary Least Square (OLS) akan digunakan untuk analisis data statistik. Hasil yang dari penelitian ini adalah (i) faktor spesifik perusahaan ukuran dan profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap perubahan dan volatilitas leverage dan (ii) perusahaan di ASEAN cenderung menggunakan utang dari pada kas dan ekuitas untuk mendanai kegiatan operasi dan investasi. Implikasi dari hasil penelitian ini akan membantu Investor dalam menganalisis perilaku perusahaan dalam mengelola kebijakan struktur modalnya.

Kata kunci – volatilitas rasio utang, struktur modal, trilema keuangan perusahaan

ABSTRACT

The static trade-off theory states that there is a target leverage ratio which balances the benefits and costs of debt. Accordingly, stable corporate leverage pervades the empirical capital structure researches in order to explain cross-firm variation in leverage. However, recent research has found that many companies do not seem to pursue this approach. DeAngelo and Roll (2015) found that, in the United States, capital structure stability is the exception, not the rule. Campbell and Rogers (2018) found that many companies in Europe had substantial variation in their capital structures. They showed that this pattern occurred across countries.

The purpose of this study is to extend the current finding by observing and analysing companies' capital structure in ASEAN, and extensively examining the causes of the capital structure's volatility. This study will discover (i) the affect of firm's specific characteristic factors across industries and countries on the change and volatility of debt ratio and (ii) the affect of firm's operational and investment activities on corporate finance trilemma (debt ratio, equity payouts, and change of cash). This is the first study which employs data of non-finance and non-service firms listed on ASEAN countries' stock exchange of the year 2007 to 2017, from Osiris Database. Ordinary Least Square (OLS) method will be used for statistical data analysis. The result of this study are (i) firm's specific characteristics have an influence to the leverage's changes and volatility and (ii) firms in ASEAN tend to use leverage than cash and equity to fund their operating and investment activities. Investors will be able to analyse the firm's behaviour in managing their capital structure policies.

Keywords – debt ratio volatility, capital structure, corporate finance trilemma

ABSTRAK

Teori trade-off statis menyatakan bahwa terdapat target rasio leverage yang dapat menyeimbangkan manfaat dan biaya utang. Dengan demikian, penelitian-penelitian empiris yang dilakukan berusaha untuk menjelaskan faktor yang menyebabkan variasi leverage antar perusahaan, yang seharusnya cenderung stabil secara teoritis. Namun, penelitian terbaru menemukan bahwa banyak perusahaan tidak mengejar pendekatan yang menekankan pada kestabilan leverage ini. DeAngelo and Roll (2015) menemukan bahwa, di Amerika Serikat, stabilitas struktur modal adalah sebuah anomali, bukan aturan yang baku. Campbell dan Rogers (2018) menemukan bahwa banyak perusahaan di Eropa memiliki variasi yang substansial dalam struktur modal mereka. Mereka juga menemukan bahwa pola ini terjadi di berbagai negara.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk memperluas temuan saat ini dengan mengamati dan menganalisis struktur modal perusahaan di ASEAN, dan secara ekstensif menganalisis penyebab volatilitas struktur modal. Studi ini akan menemukan (i) pengaruh faktor karakteristik spesifik perusahaan antar industri dan negara, pada perubahan dan volatilitas rasio utang dan (ii) pengaruh kegiatan operasional dan investasi perusahaan pada trilema keuangan perusahaan yang meliputi rasio utang, pembayaran ekuitas, dan perubahan kas. Studi ini merupakan yang pertama dengan menggunakan data perusahaan non-keuangan dan non-jasa yang terdaftar pada bursa saham di negara-negara ASEAN di tahun 2007 hingga 2017, dari Osiris Database. Metoda Ordinary Least Square (OLS) akan digunakan untuk analisis data statistik. Hasil yang dari penelitian ini adalah (i) faktor spesifik perusahaan ukuran dan profitabilitas mempunyai pengaruh terhadap perubahan dan volatilitas leverage dan (ii) perusahaan di ASEAN cenderung menggunakan utang dari pada kas dan ekuitas untuk mendanai kegiatan operasi dan investasi. Implikasi dari hasil penelitian ini akan membantu Investor dalam menganalisis perilaku perusahaan dalam mengelola kebijakan struktur modalnya.

Kata kunci – volatilitas rasio utang, struktur modal, trilema keuangan perusahaan

ABSTRACT

The static trade-off theory states that there is a target leverage ratio which balances the benefits and costs of debt. Accordingly, stable corporate leverage pervades the empirical capital structure researches in order to explain cross-firm variation in leverage. However, recent research has found that many companies do not seem to pursue this approach. DeAngelo and Roll (2015) found that, in the United States, capital structure stability is the exception, not the rule. Campbell and Rogers (2018) found that many companies in Europe had substantial variation in their capital structures. They showed that this pattern occurred across countries.

The purpose of this study is to extend the current finding by observing and analysing companies' capital structure in ASEAN, and extensively examining the causes of the capital structure's volatility. This study will discover (i) the affect of firm's specific characteristic factors across industries and countries on the change and volatility of debt ratio and (ii) the affect of firm's operational and investment activities on corporate finance trilemma (debt ratio, equity payouts, and change of cash). This is the first study which employs data of non-finance and non-service firms listed on ASEAN countries' stock exchange of the year 2007 to 2017, from Osiris Database. Ordinary Least Square (OLS) method will be used for statistical data analysis. The result of this study are (i) firm's specific characteristics have an influence to the leverage's changes and volatility and (ii) firms in ASEAN tend to use leverage than cash and equity to fund their operating and investment activities. Investors will be able to analyse the firm's behaviour in managing their capital structure policies.

Keywords – debt ratio volatility, capital structure, corporate finance trilemma

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Keputusan struktur modal termasuk salah satu keputusan yang penting bagi perusahaan. Keputusan tersebut berhubungan dengan sumber pendanaan yang akan digunakan oleh perusahaan tersebut. Perusahaan dapat menggunakan pendanaan internal maupun eksternal untuk mendanai kegiatan operasional maupun investasinya. Pendanaan internal perusahaan dapat berasal dari laba ditahan, sedangkan pendanaan eksternal dapat diperoleh dari utang maupun saham.

Teori struktur modal yang sering digunakan oleh perusahaan adalah *trade-off* dan *pecking order*. Tujuan teori *trade-off* adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan untuk target jangka panjang. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan dapat menggunakan utang hingga suatu batasan tertentu untuk memaksimalkan nilai perusahaan karena semakin tinggi utang akan menyebabkan risiko perusahaan yang semakin tinggi. Berbeda dengan teori *trade-off*, teori *pecking order* digunakan ketika perusahaan ingin memberikan sinyal positif kepada pasar. Teori ini tidak mempertimbangkan nilai perusahaan. Teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan memiliki suatu hierarki untuk memperoleh pendanaan, yaitu perusahaan cenderung mengutamakan pendanaan internal dahulu sebelum menggunakan pendanaan eksternal.

Pada umumnya, penelitian terdahulu mengemukakan bahwa perusahaan hanya dapat memilih salah satu dari teori *trade-off* atau *pecking order* saja, tidak dapat mengkombinasikan keduanya (Titman dan Wessel, 1988; Rajan dan Zingales, 1995; Medeiros dan Daher, 2004; Mahardika dan Aisjah, 2013; dan Wahome et al., 2015). Berdasarkan penelitian terkini, sebagian besar perusahaan sudah tidak mengikuti pendekatan tersebut. Perusahaan cenderung berganti-ganti kebijakan struktur modal dalam menghadapi situasi yang berbeda. De Jong et al. (2011) menemukan bahwa 74,4% hingga 84,6% perusahaan di Amerika Serikat tidak konsisten menggunakan *static trade-off theory*. Mereka juga mengemukakan bahwa perusahaan cenderung menggunakan teori *pecking order* ketika perusahaan membutuhkan peningkatan modal, namun menggunakan teori *trade-off* ketika ingin mengurangi modal. Fama dan French (2005) mengusulkan agar kedua teori dapat saling melengkapi, bukan berdiri sendiri. Campbell dan Rogers (2018) menyimpulkan bahwa ketika perusahaan menjaga stabilitas struktur modal, kemungkinan dipengaruhi oleh teori *trade-off*, sedangkan ketika perusahaan berhati-hati dalam menerbitkan ekuitas eksternal, maka kemungkinan perusahaan dipengaruhi oleh teori *pecking order*. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, dapat disimpulkan bahwa sebenarnya perusahaan sudah tidak menggunakan teori *trade-off* saja ataupun teori *pecking order* saja. Perusahaan cenderung berganti-ganti kebijakan sesuai dengan kondisi perusahaan.

DeAngelo dan Roll (2015) melakukan penelitian baru terkait struktur modal yang berfokus pada volatilitas *leverage* sepanjang waktu, bukan levelnya seperti pada penelitian-penelitian sebelumnya (Lang et al., 1995; Shyam dan Myers, 1999; Çekrezi,

2013; dan Onofrei, et al, 2015). Sampel yang digunakan adalah perusahaan industrial di Amerika Serikat pada tahun 1950-2008. DeAngelo dan Roll (2015) menyatakan bahwa kebijakan stabilitas struktur modal di Amerika Serikat dilakukan namun sangat jarang dan dalam jangka pendek. Dalam penelitian tersebut, mereka tidak menjelaskan penyebab terjadinya volatilitas *leverage* dan hanya menguji nilai perubahan dari ketidakstabilan kebijakan struktur modal.

Campbell dan Rogers (2018) melakukan penelitian yang serupa dengan penelitian DeAngelo dan Roll (2015) dengan sampel penelitian berasal dari perusahaan industrial, utilitas, dan teknologi di Eropa pada tahun 2006-2016. Campbell dan Rogers (2018) menggunakan sampel tersebut karena kestabilan struktur modal pada umumnya terjadi di Eropa. Dari hasil penelitian ditemukan bahwa pada kestabilan struktur modal di Eropa juga hanya terjadi dalam jangka pendek, sama seperti hasil penelitian DeAngelo dan Roll (2015).

Yang membedakan kebijakan perusahaan dalam menggunakan teori *trade-off* maupun *pecking order* dari penelitian sebelumnya adalah faktor spesifik perusahaan. Faktor spesifik perusahaan yang sering digunakan untuk menguji antara teori *trade-off* dan *pecking order* adalah aset tetap, profitabilitas, ukuran perusahaan, dividen, *leverage*, *bankruptcy costs*, pajak, pertumbuhan, dan biaya keagenan (Myers, 1984; Lemmon dan Zender, 2002; Fama dan French, 2004; Frank dan Goyal, 2005; Xu, 2012; Gungoraydinoglu dan Öztekin, 2011; Ghazouani, 2013; dan Çekrezi, 2013). Faktor-faktor tersebut berperan penting bagi perusahaan dalam menentukan kebijakan struktur modal. Brigham (2009: 441-443) mengemukakan dua belas faktor spesifik perusahaan

yang memengaruhi keputusan struktur modal perusahaan, yaitu stabilitas penjualan, struktur aset, *leverage* operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, kendali, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan lembaga pemeringkat, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, dan fleksibilitas keuangan. Faktor spesifik perusahaan yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan dan profitabilitas. Perusahaan yang mengalami perubahan level *leverage* paling besar dan mengalami volatilitas *leverage* paling tinggi adalah perusahaan berukuran kecil (Kila dan Mahmood, 2008; Icke dan Ivgen, 2011; Ellili dan Farouk, 2011; dan Campbell dan Rogers, 2018) dan perusahaan yang kurang *profitable* (Rajan dan Zingales, 1995; Supanvanij, 2006; Sheikh dan Wang, 2010; Xu, 2012; dan Çekrezi, 2013). Penelitian ini juga mengikutsertakan faktor industri dan faktor negara sebagai variabel kontrol pengujian untuk melihat apakah *leverage* dalam suatu industri dan negara secara keseluruhan mengalami banyak perubahan selama periode penelitian.

Campbell dan Rogers (2018) melakukan penelitian terbaru terkait kebijakan struktur modal. Mereka menyatakan bahwa *leverage* tidak hanya berasal dari laporan posisi keuangan, namun juga berasal dari laporan arus kas yang mencerminkan aliran utang perusahaan. Laporan arus kas dapat mencerminkan nilai perusahaan. Dalam laporan tersebut terkandung rincian aktivitas perusahaan terkait aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan. Arus kas operasi dan investasi sangat penting bagi perusahaan karena menyangkut kebijakan struktur modal jangka pendek, yaitu aktivitas operasi, dan jangka panjang, yaitu aktivitas investasi. Sumber pendanaan untuk aktivitas operasi berasal dari kas dan untuk aktivitas investasi perusahaan berasal

dari utang dan ekuitas. Ketiga sumber pendanaan tersebut termasuk dalam *the Corporate Finance Trilemma*, yaitu komponen pendanaan perusahaan yang terdiri atas *leverage*, kas, dan *equity payouts*. Trilema muncul ketika perusahaan tidak dapat mempertahankan *leverage*, saldo kas, dan *equity payouts* dalam waktu bersamaan. Ketika perusahaan memutuskan untuk menentukan batasan *leverage*, maka komponen trilema lainnya harus berubah karena ketiga variabel tersebut saling berhubungan, dan sebaliknya. Komponen trilema akan berfluktuasi dengan skala yang berbeda bergantung pada kebijakan masing-masing perusahaan. Dang (2013) menemukan bahwa ada perusahaan di Inggris yang tidak ingin menggunakan utang karena keterbatasan untuk meningkatkan utang. Campbell dan Rogers (2018) menemukan bahwa perusahaan di Eropa lebih menggunakan penggunaan ekuitas daripada utang dan kas untuk mendanai kegiatan operasi dan investasinya.

Campbell dan Rogers (2018) berargumen bahwa banyak perusahaan memilih agar utang tetap stabil, sehingga komponen lain harus menyesuaikan. Mereka juga menemukan bahwa volatilitas arus kas dari aktivitas operasional dan investasi dan respon perusahaan memengaruhi volatilitas utang. Mereka juga menemukan bahwa perusahaan yang lebih kecil dan lebih berisiko cenderung memiliki volatilitas utang yang lebih tinggi. Lambrecht dan Myers (2012) menggunakan *budget constraint* untuk menjelaskan bahwa utang mungkin akan diperlakukan sebagai residual.

Kondisi antar industri dan negara yang berbeda belum tentu memiliki kesamaan. Oleh sebab itu, penelitian ini akan menggunakan sampel dari perusahaan non-keuangan dan non-jasa di ASEAN untuk menyediakan bukti empirik

kecenderungan perusahaan di negara-negara yang tergabung di ASEAN terkait kebijakan struktur modal dan menghubungkan dengan komponen trilema keuangan perusahaan karena mengevaluasi kebijakan pendanaan tidak hanya terbatas pada utang dan ekuitas.

1.2. Rumusan Masalah

Rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

- a. Apakah faktor spesifik perusahaan memengaruhi level dan volatilitas *leverage* pada perusahaan-perusahaan non-keuangan dan non-jasa di ASEAN?
- b. Apakah aktivitas operasi dan investasi memengaruhi komponen trilema keuangan perusahaan yang terdiri dari *leverage*, perubahan saldo kas, dan *equity payouts* pada perusahaan-perusahaan non-keuangan dan non-jasa di ASEAN?

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut.

- a. Menguji pengaruh faktor-faktor spesifik perusahaan terhadap level dan volatilitas *leverage* pada perusahaan-perusahaan non-keuangan dan non-jasa di ASEAN.
- b. Menguji secara komprehensif pengaruh aktivitas operasi dan investasi terhadap komponen trilema keuangan perusahaan yang terdiri dari *leverage*, perubahan kas, dan *equity payouts* pada perusahaan-perusahaan non-keuangan dan non-jasa di ASEAN.

1.4. Kontribusi Penelitian

Kontribusi dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

a. Untuk investor

Dengan mengobservasi struktur modal dan komponen trilema keuangan di perusahaan, investor dapat mengenali perilaku perusahaan dalam memilih sumber pendanaan.

b. Untuk peneliti dan akademisi

Referensi untuk penelitian di bidang kebijakan struktur modal perusahaan pada industri dan negara yang berbeda, terutama sebagai acuan penelitian di masa depan.

1.5. Batasan Penelitian

Batasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

a. Obyek penelitian ini terbatas pada perusahaan non-keuangan dan non-jasa yang terdaftar di pasar modal ASEAN.

b. Penelitian ini menggunakan denominasi mata uang lokal masing-masing negara di ASEAN.

BAB 5

PENUTUP

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan untuk (1) menguji pengaruh faktor-faktor spesifik perusahaan terhadap perubahan dan volatilitas *leverage* pada perusahaan-perusahaan non-keuangan dan non-jasa di ASEAN dan (2) menguji secara detail pengaruh aktivitas operasi dan investasi terhadap komponen trilema keuangan perusahaan yang terdiri dari *leverage*, perubahan saldo kas, dan *equity payouts* pada perusahaan-perusahaan non-keuangan dan non-jasa di ASEAN. Hasil penelitian ini adalah sebagai berikut.

- a. Ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan *leverage*.
- b. Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap volatilitas *leverage*.
- c. Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan dan volatilitas *leverage*.
- d. Aliran utang lebih berpengaruh pada aktivitas operasi dan investasi daripada *equity payouts* dan perubahan saldo kas, baik secara keseluruhan maupun masing-masing negara di ASEAN.

Berdasarkan hasil pengujian dapat disimpulkan bahwa faktor spesifik perusahaan ukuran dan profitabilitas perusahaan mempunyai pengaruh terhadap perubahan dan volatilitas *leverage*. Dari pengujian trilema keuangan menunjukkan bahwa di ASEAN aktivitas operasional dan investasi perusahaan didanai dengan urutan

utang, kas, dan ekuitas adalah pilihan terakhir untuk mendanai aktivitas operasional dan investasi perusahaan.

5.2. Keterbatasan

Penelitian ini hanya menggunakan sampel dari perusahaan non-keuangan dan non-jasa yang tergabung di ASEAN. Berdasarkan hasil pengumpulan data, tidak semua negara di ASEAN dapat diikutsertakan dalam penelitian ini karena keterbatasan jumlah perusahaan yang terdaftar di *Database Osiris*. Campbell dan Rogers (2018) mengambil data dari Bloomberg, sedangkan penelitian ini diambil dari *Database Osiris*. Berdasarkan alasan tersebut, ada kemungkinan beberapa variabel yang digunakan oleh Campbell dan Rogers (2018) tidak tersedia di *Database Osiris*, sehingga penulis perlu mengganti, bahkan meniadakan beberapa variabel karena tidak tersedia di *Database Osiris*, seperti variabel kas dari akuisisi dan *divestitures*, dan *other finance*.

Berdasarkan hasil uji asumsi klasik dalam penelitian ini, ditemukan bahwa masih ada residual yang tidak terdistribusi normal dan mengalami heterokedastisitas. Penulis juga tidak dapat menguji menggunakan metode *Fixed Effect* dan *Random Effect* karena data yang digunakan bukan data panel.

5.3. Saran untuk Penelitian Selanjutnya

Penelitian ini menguji secara empirik, sehingga hanya dapat melakukan analisis secara umum. Penelitian berikutnya diharapkan dapat mengkaji perilaku perusahaan terhadap sumber pendanaan secara spesifik tiap-tiap perusahaan di suatu negara.

©UKDW

DAFTAR PUSTAKA

- Abeywardhana, D.K.Y. (2017). Capital structure theory: an Overview. *Accounting and Finance Research*, 6 (1), 133-138.
- Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 6 (5), 438-445.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, LVII (1), 1-32.
- Baxter, N.D. (1967). Leverage, the risk of ruin and the cost of capital. *Journal of Finance*, 22 (3), 395-403.
- Bonaime, A.A., Oztekin, O., & Warr, R.S. (2014). Capital structure, equity mispricing, and stock repurchases. *Journal of Corporate Finance*, 26, 182–200.
- Brain, R.B. 2018. *GICS system – sectors and industries*. Diambil pada 8 Juni 2018 dari <https://www.robertbrain.com/share-market/files/gics-sectors.pdf>
- Brigham, E.F., & Houston, J.F. (2009). *Fundamentals of financial management 12th ed.* Mason, Ohio: South-Western.
- _____, & Ehrhardt, M.C. (2010). *Financial management theory and practice 13th ed.* Mason. Ohio: Thomson/South-Western.
- Brealey, R., Myers, S.C, & Allen, F. (2008). *Principles of corporate finance 9th ed.* New York, NY: McGraw-Hill/Irwin.
- Campbell, G. & Rogers, M. (2018). Capital structure volatility in Europe. *International Review of Financial Analysis*, 55, 128-139.
- Çekrezi, A. (2013). Impact of firm specific factors on capital structure decision: an empirical study of Albanian firms. *European Journal of Sustainable Development*, 2 (4), 143-148.
- Copeland, T., Weston, J., & Shastri, K. (2005). *Financial theory and corporate policy*. Reading, MA: Addison-Wesley.
- Cotei, C., & Farhat, J. (2009). The trade-off theory and the pecking order theory: are they mutually exclusive?. *North American Journal of Finance and Banking Research*, 3 (3), 1-16.

- Culata, P.R.E. & Gunarsih, T. (2012). Pecking order theory and trade-off theory of capital structure: evidence from Indonesian Stock Exchange. *Journal the Winners, 13* (1), 40-49.
- Dang, V. A. (2013). An empirical analysis of zero-leverage firms: new evidence from the UK. *International Review of Financial Analysis, 30*, 189–202.
- DeAngelo, H. & Roll, R. (2015). How stable are corporate capital structures? *Journal of Finance, 70* (1), 373-418.
- De Jong, A., Verbeek, M., & Verwijmeren, P. (2011). Firms' debt-equity decisions when the static tradeoff theory and the pecking order theory disagree. *Journal of Banking and Finance, 35*, 1303-1314.
- Donaldson, G. (1961). Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity. *Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, Boston, 113*, 387-432.
- Ellili, N.D, & Farouk, S. (2011). Examining the capital structure determinants: empirical analysis of companies traded on Abu Dhabi Stock Exchange. *International Research Journal of Finance and Economics*.
- Fama, E.F, & French, K.R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies, 15* (1), 1-33.
- _____. (2005). Financing decisions: who issues stock? *Journal of Financial Economics, 76* (3), 549-582.
- _____. (2012). Capital structure choices. *Critical Finance Review, 1* (1), 59-101.
- Fleming, J.M. (1962). Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates. *IMF Staff Papers, 9*, 369-379.
- Frank, M.Z, & Gotalm V.K. (2007). Trade-off and pecking order theories of debt. *Handbook of Empirical Corporate Finance SET, 1*, 135-202.
- Gatchev, V.A., Pulvino, T., & Tarhan, V. (2010). The interdependent and intertemporal nature of financial decisions: an application to cash flow sensitivities. *The Journal of Finance, 65* (2), 725-763.

- Ghazouani, T. (2013). The capital structure through the trade-off theory: evidence from Tunisian firm. *International Journal of Economics and Financial Issues*, **3**, 625-636.
- Ghozali, I. (2009). *Aplikasi analisis multivariate dengan program SPSS*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Graham, J.R. & Harvey, C.R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, **60**, 187-243.
- Gungoraydinoglu, A, & Öztekin, Ö. (2011). Firm- and country-level determinants of corporate leverage: some new international evidence. *Journal of Corporate Finance*, **17** (5), 1457-1474.
- Hackbarth, D., Hennessy, C.A., & Leland, H.E. (2007). Can the trade-off theory explain debt structure? *Review of Financial Studies*, **20** (5), 1389-1428.
- Icke, B.T. & Ivgen, H. (2011). How firm specific factors affect capital structure: an emerging market practice – Istanbul Stock Exchange (ISE). *Middle Eastern Finance and Economics*, **13**, 90-102.
- Ikatan Akuntan Indonesia. (2014). *Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan 2: Laporan Arus Kas*. Jakarta: Dewan Standar Akuntansi Keuangan Ikatan Akuntan Indonesia.
- Jensen, M.C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economics Review*, **76** (2), 232-329.
- Kartikasari, D., & Merianti, M. (2016). The effect of leverage and firm size to profitability of public manufacturing companies in Indonesia. *International Journal of Economics and Financial Issues*, **6** (2), 409-413.
- Kila, S.M, & Mahmood, W.M.W. (2008). Capital structure and firm characteristics: some evidence from Malaysian companies. *Munich Personal RePEc Archive*.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, **28** (4), 911–922.
- Kurniawan, I.D. (2014). Pengaruh leverage, aktivitas, dan arus kas perusahaan terhadap kinerja keuangan perusahaan (studi empiris pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI). *Jurnal Akuntansi*, **3** (1), 1-30.
- Lambrecht, B.M. & Myers, S.C. (2012). A Lintner model of payout and managerial rents. *The Journal of Finance*, **67** (5), 1761-1810.

- Lang, L., Ofek, E., & Stulz, R.M. (1995). Leverage, investment, and firm's growth. *NBER Working Paper 5165*, 1-35.
- Leary, M.T. (2009). Bank loan supply, lender choice, and corporate capital structure. *The Journal of Finance*, 64 (3), 1143-1185.
- _____, & Michaely, R. (2011). Determinants of dividend smoothing: empirical evidence. *The Review of Financial Studies*, 24 (10), 3197-3249.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46 (2), 97-113.
- Machfoedz, M. (1994). Financial ratio analysis and the prediction of earnings changes in Indonesia. *Kelola: Gajah Mada University Business Review*, 7 (3).
- Medeiros, O.R., & Daher, C.E. (2005). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure in Brazilian Firms. *Working Paper*, 1-14.
- Mahardika, B.P. & Aisjah, S. (2013). Pengujian pecking order theory dan trade off theory pada struktur modal perusahaan (studi pada perusahaan consumer goods di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya*.
- Masulis, R. W., & Trueman, B. (1988). Corporate investment and dividend decisions under differential personal taxation. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23 (4): 369-385.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34 (4): 411-433.
- Modigliani, F., Miller, M.H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital. *American Economic Review*, 53, 433-443.
- Morri, G., & Cristanziani, F. (2009). What determines the capital structure of real estate companies? *Journal of Property Investment & Finance*, 27 (4), 318-372.
- Mundell, R.A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economic and Political Science*, 29 (4), 475-485.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 29 (3), 575-592.

- _____. & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investor do not have. *Journal of Financial Economics*.
- Onofrei, M., Tudose, M.B., Durdureanu, C., & Anton, S.G. (2015). Determinant factors of firm leverage: an empirical analysis at Iasi country level. *Procedia Economics and Finance* 20, 460-466.
- Phi Anh, D.N. (2010). Determinants of capital structure and financial performance: a path analysis approach. *Journal of Science and Technology*, 5 (40), 14-22.
- Rajan, R. G. & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.
- Sheikh, N, & Wang, Z. (2010). Financing behavior of textile firms in Pakistan. *International Journal of Innovation, Management and Technology*, 1 (2), 130-135.
- Shintya, M.N., Situmorang, M., & Iryani, L.D. (2017). Analisis pengaruh leverage dan pertumbuhan penjualan terhadap profitabilitas pada perusahaan sub sektor kosmetik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Journal Online Mahasiswa Bidang Akuntansi*, 2 (2).
- Shyam, S.L. & Myers, S.C. (1999). Testing static trade off againts pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51.
- Supanvanij, J. (2006). Capital structure: Asian firms vs. multinational firms in Asia. *The Journal of American Academy of Business, Cambridge*, 10, 324-330.
- Suwito, E., & Herawaty, A. (2005). Analisis pengaruh karakteristik perusahaan terhadap tindakan perataan laba yang dilakukan oleh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi VIII Solo*, 15-16 September 2005.
- Thippayana, P. (2014). Capital structures of listed firms in ASEAN. *Journal of Business Administration NIDA*, 5 (16), 104-126.
- Titman, S. & Wessel, R. (1988) The determinan of capital structure chocie. *Journal of Finance*, 43.
- Wahome, M.N., Memba, F., & Muturi, W. (2015). The influence of firm-specific factors on capital structure of insurance industry in Kenya. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 5 (8), 1-12.

Xu, J. (2012). Profitability and capital structure: evidence from import penetration.
Journal of Financial Economics 106, 427-446.

<https://osiris.bvdinfo.com/>

©UKDWN