Teddy Chandra

# HUTANG di INDONESIA

Zifatama

# HUTANG DI INDONESIA

TEDDY CHANDRA

Zifatama
PUBLISHING

HUTANG DI INDONESIA

Penulis : Teddy Chandra

Editor: Dr. Priyono, M.M

© 2016

Diterbitkan Oleh:

ZIFATAMA PUBLISHING
Jl. Taman Pondok Jati J 3, Taman Sidoarjo
Telp/fax : 031-7871090
Email : zifatama@gmail.com

Diterbitkan pertama kali oleh Penerbit Zifatama Publisher,
Anggota IKAPI No. 149/JTI/2014
Edisi Pertama 2016
Ukuran/ Jumlah hal: 15,5x23 cm/ 112 Hal
Layout dan Cover: Emjy

ISBN : 978-602-6930-26-2

Hak Cipta dilindungi undang-undang. Dilarang memperbanyak atau memindahkan sebagian atau seluruh isi buku ke dalam bentuk apapun, secara elektronis maupun mekanis, termasuk fotokopi, merekam, atau dengan teknik perekaman lainnya, tanpa izin tertulis dari Penerbit. Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2000 tentang Hak Cipta, Bab XII Ketentuan Pidana, Pasal 72, Ayat (1), (2), dan (6)

# KATA PENGANTAR

Pertama-tama, penulis panjatkan puji syukur ke hadirat Tuhan Yang Maha Kuasa, atas selesainya buku ini. Buku ini berjudul "Hutang di Indonesia". Ide penulisan buku ini berasal dari fenomena banyaknya perusahaan yang mengalami kebangkrutan pada krisis tahun 1997/1998 di Indonesia. Kebangkrutan perusahaan di Indonesia saat itu lebih banyak disebabkan oleh hutang, terutama hutang luar negeri. Namun pada krisis tahun 2008 ini perusahaan di Indonesia banyak yang selamat. Walaupun banyak perusahaan di Amerika dan Eropa yang mengalami kebangkrutan. Jika dilihat dari data, ternyata hutang perusahaan di Indonesia selalu terjadi peningkatan. Hutang tersebut berasal dari dalam dan luar negeri. Timbul pertanyaan, apa yang mendorong perusahaan di Indonesia melakukan hutang? Buku ini mencoba menjawab pertanyaan besar ini.

Penulis menyadari, tulisan ini masih jauh dari sempurna. Namun keberanian penulislah yang membuat buku ini bisa diterbitkan. Kekurangan tulisan ini merupakan tanggung jawab penulis. Penulis sangat mengharapkan sumbang saran yang konstruktif dari pembaca, agar bisa lebih menyempurnakan tulisan ini.

Pekanbaru,
Juni 2015

Penulis

# DAFTAR ISI

**Kata Pengantar** ____ **iii**
**Daftar Isi** ____ **v**
**Daftar Gambar** ____ **vii**
**Daftar Tabel** ____ **viii**

**BAB 1 KRISIS GLOBAL SEBAGAI AWAL** ____ **1**
Pasca Krisis ____ 10

**BAB 2 PEREKONOMIAN DAN HUTANG INDONESIA** ____ **13**

**BAB 3 PANDANGAN TEORI TERHADAP HUTANG** ____ **21**
Capital structure ____ 25
Pendekatan Laba Bersih (Net Income Approach) ____ 29
Pendekatan Laba Operasi Bersih (Net Operating Income Approach) ____ 32
Pendekatan Tradisional ____ 54
Pendekatan Modigliani - Miller (MM) Tanpa Pajak ____ 35
Preposisi I ____ 36
Preposisi II ____ 38
Preposisi III ____ 39
Pendekatan Modigliani - Miller (MM) Dengan Pajak ____ 40
Pendekatan Millier Model ____ 42
Pendekatan Trade Off Model ____ 44

Pendekatan Pecking Order Theory 47
Teori Free Cash Flow 51
Risiko Dalam Capital structure 52
Pendekatan Capital Asset Pricing Model (CAPM) Pada Capital structure 62
Capital Structure Dan Variabel Yang Mempengaruhinya 67

**BAB 4 PASAR MODAL DI INDONESIA 73**

**BAB 5 HASIL STUDI HUTANG DI INDONESIA 87**
Hasil Analisis Regresi 88
Pembahasan Per-variabel 93

**BAB 6 PENUTUP 99**

**Daftar Pustaka 101**

# BAB I

# KRISIS GLOBAL SEBAGAI AWAL

Untuk membahas hutang yang ada di Indonesia, tidak terlepas dari krisis yang selama ini mendera Indonesia. Gelombang Krisis besar yang menghantam Indonesia pada tahun 2008 layak mendapat perhatian. Krisis tersebut mengubah pandangan perusahaan-perusahaan di Indonesia.

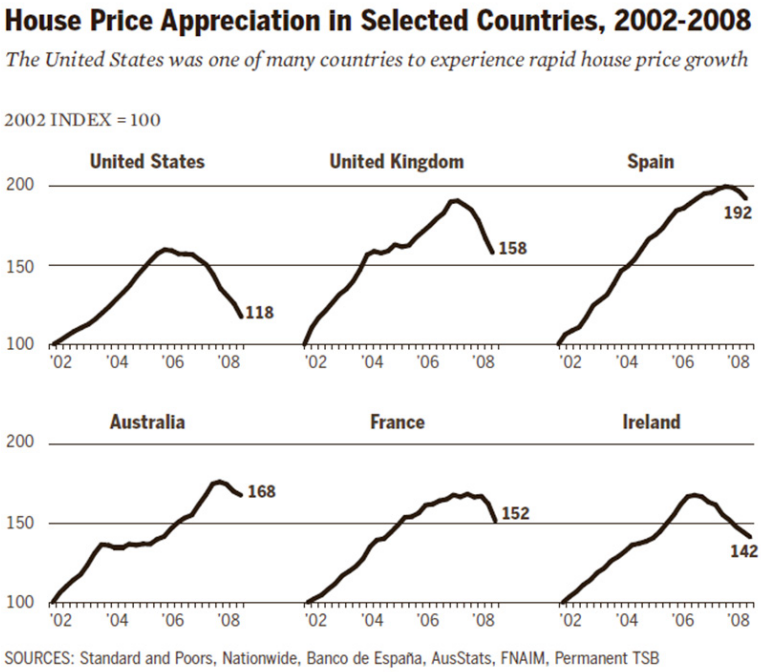
Awal mula krisis ini bermula dari pengumuman BNP Paribas Perancis pada tanggal 9 Agustus 2007. Pengumuman tersebut menyatakan kegagalan untuk membayar sekuritas yang terkait *subprime mortgage* dari Amerika Serikat. Pengumuman ini merupakan gong dimulainya krisis yang menyeret semua negara di Dunia. Semua negara mengalami krisis likuiditas.

*Subprime mortgage* sendiri sebenarnya hanya merupakan kredit perumahan di Amerika Serikat. Layaknya kredit perumahan rakyat (KPR) di Indonesia. Kredit ini ditujukan kepada masyarakat yang kurang mampu. Pada tahun 2001 pemerintah Amerika Serikat menurunkan suku bunga menjadi 1%. Penurunan ini ditujukan untuk meningkatkan perekonomian Amerika yang mengalami kemunduran. Penurunan suku bunga yang tajam ini mendorong masyarakat untuk membiayai usahanya dengan hutang. Selain digunakan untuk usaha, ada juga pinjaman yang digunakan untuk kegiatan konsumtif. Semua ini menjadikan perekonomian Amerika

kembali membaik.

Mengingat rendahnya suku bunga pinjaman, banyak masyarakat yang mengalihkan tabungannya untuk investasi pada properti. Minat masyarakat pada properti yang dianggap murah tersebut mendorong pengembang untuk meningkatkan produknya. Permintaan yang melonjak membuat harga properti menjadi meningkat. Peningkatan harga ini memberikan insentif yang sangat besar bagi investor dibidang properti.

Gambar 1.1




Harga yang melonjak dan suku bunga kredit yang murah ini mengakibatkan masyarakat Amerika bisa memperoleh tambahan pendapatan dengan membeli rumah melalui kredit. Mereka melakukan pembelian rumah dengan jaminan rumah tersebut untuk tujuan

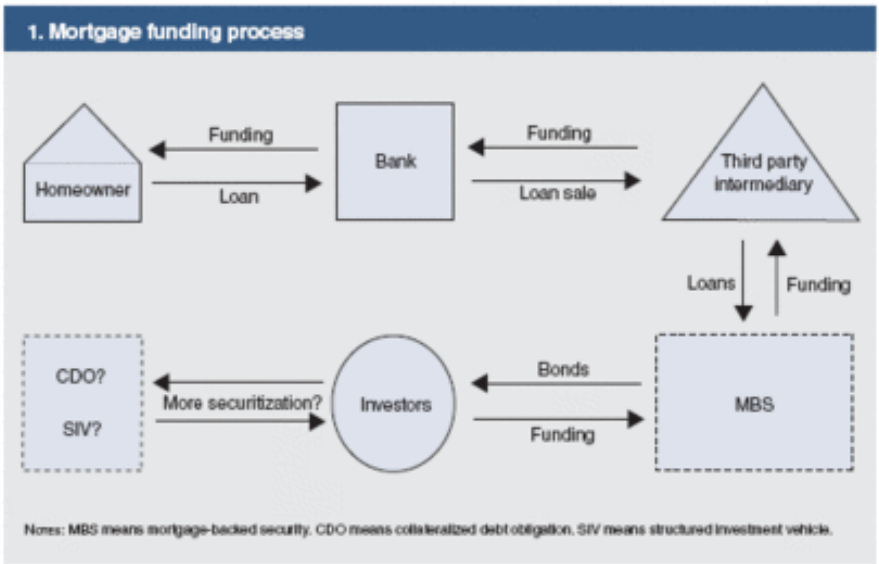
spekulasi. Pinjaman yang diperoleh dilakukan *refinancing*. Dengan modal 1 rumah mereka bisa membeli beberapa rumah hanya dengan membayar uang muka yang berasal dari kredit bank. Kegiatan ini membuat harga rumah semakin meningkat.

Dari dunia keuangan sendiri, selalu mengejar target pendapatan. Dengan memanfaatkan suku bunga rendah dan permintaan rumah yang tinggi, pihak perbankan mulai melakukan tindakan yang tidak *prudent*. Awalnya mereka sangat memperhatikan kelayakan pinjaman yang akan dikucurkan. Namun dengan berjalannya waktu, nasabah yang layak sudah mulai habis tergarap. Nasabah yang mempunyai tingkat risiko yang tinggi mulai masuk dalam daftar nasabah lembaga keuangan. Bank mau memberikan pinjaman ini dengan asumsi tingkat keuntungan pembelian rumah lebih tinggi dari pada tingkat bunga yang harus dibayarkan. Selain itu bank juga mempunyai pegangan jaminan rumah atas pinjaman nasabah tersebut.

Dalam perkembangannya, kredit perumahan muncul kredit yang menggunakan ARM (*Adjustable Rate Mortgage*). ARM ini merupakan pengembangan kredit perumahan yang memberikan suku bunga rendah pada 2 sampai 3 tahun pertama. Namun tahun-tahun berikutnya suku bunga yang diberikan akan lebih tinggi dari pada suku bunga perumahan biasa. Fasilitas ARM ini mendapat sambutan yang bagus dari spekulan perumahan di Amerika. Dengan asumsi, mereka bisa membeli rumah dengan pinjaman. Dalam 2 tahun mereka sudah bisa menjual dengan harga yang sangat menguntungkan.

Gambar 1.2

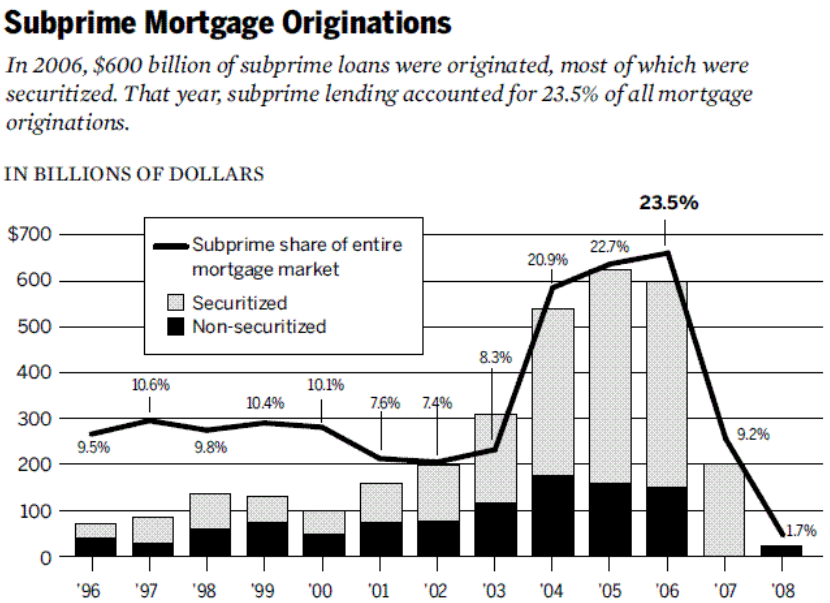
Proses Pembiayaan Perumahan di Amerika




Pasar keuangan di Amerika sudah sangat canggih. Permintaan pinjaman yang sangat besar tersebut membuat pihak perbankan kewalahan untuk membiayai pinjaman perumahan. Untuk itu lembaga keuangan mulai memasarkan CDO (*Collateralized Debt Obligation*). CDO adalah obligasi yang diterbitkan dengan dasar jaminan perumahan. Perumahan tersebut merupakan jaminan dari pinjaman perumahan yang diberikan nasabah bank dan lembaga keuangan lainnya. Kupon atau bunga yang dibayarkan untuk CDO ini adalah bunga pinjaman yang diterima dari pinjaman perumahan yang dikucurkan. Dana yang didapat dari penjualan CDO ini digunakan lagi untuk memberikan pinjaman perumahan yang baru. Hal ini berlaku secara berulang. Proses ini meningkatkan kegiatan pada pasar keuangan dan pasar modal. Sehingga sering disebut terjadinya bubble pada pasar uang dan

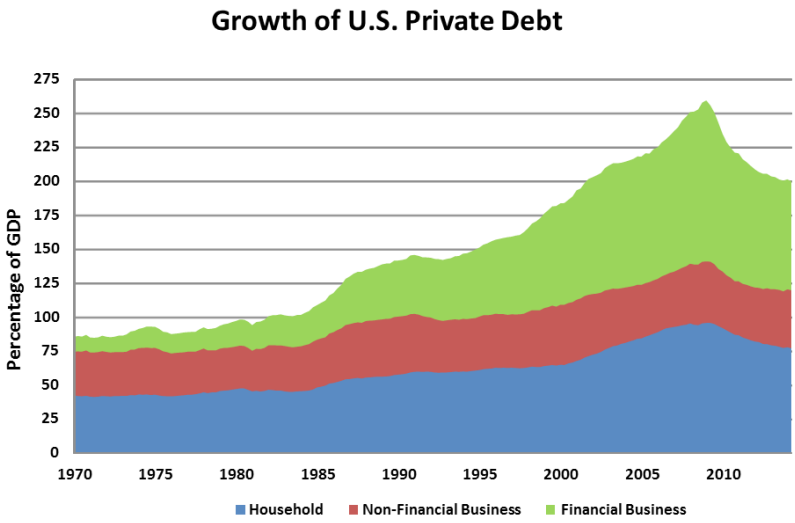
pasar modal.

Gambar 1.3




Hal ini juga terlihat perkembangan pinjaman properti yang sebenarnya masih kalah dibanding dengan perkembangan sekuritas pada pasar modal. Persentase pinjaman swasta yang mencapai lebih dari 250% dari *gross domestic product* (GDP). Merupakan hal yang tidak sehat. Artinya kegiatan keuangan yang terjadi melebihi aktivitas di sektor ril. Dari sini bisa dikatakan pasar keuangan dan pasar modal di Amerika sudah mengalami bubble. Kondisi bubble ini sangat berbahaya. Pecahnya bubble ini bisa berimbas kemana-mana.

Gambar 1.4

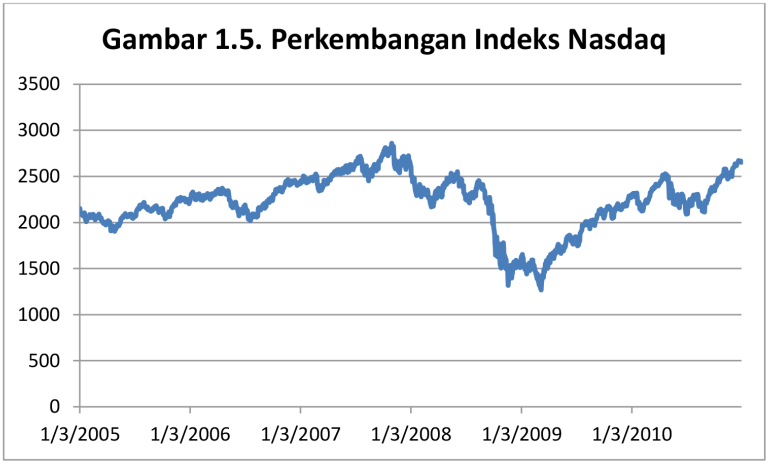


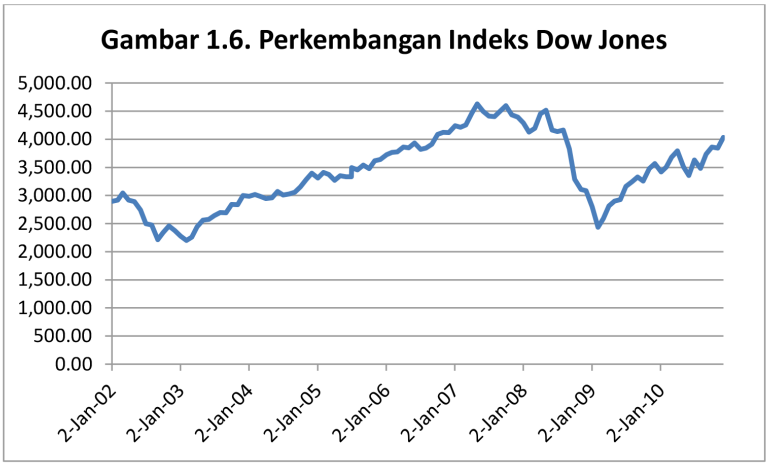

*Source Data: Federal Reserve Economic Database (FRED)*

Dengan meningkatnya pertumbuhan ekonomi Amerika, mengakibatkan meningkatnya inflasi di Amerika. Obat untuk mengatasi inflasi ini adalah meningkatkan suku bunga. Mulai tahun 2004, pemerintah Amerika melalui Federal reserve mulai melakukan kenaikan suku bunga secara perlahan. Kenaikan suku bunga ini untuk meredam inflasi. Kenaikan suku bunga ini juga berimbas pada suku bunga pinjaman perumahan. Korban pertama kenaikan suku bunga pinjaman ini adalah nasabah yang berisiko tinggi. Nasabah yang berisiko tinggi ini mulai merasakan kesulitan membayar pinjamannya. Ketidakmampuan pembayaran, mengakibatkan bank melakukan penyitaan rumah dan dijual di pasar. Rumah yang dijual oleh perbankan dari hasil sitaan dan kelebihan pasokan rumah akibat eforia menjadikan harga rumah mulai terjadi penurunan. Penurunan harga ini membuat

investasi pada perumahan menjadi tidak menguntungkan. Investasi pada properti yang kurang menguntungkan ini membuat permintaan properti menjadi turun. Kelebihan produk dan berkurangnya permintaan akan perumahan menjadikan harga perumahan di Amerika menjadi turun. Nasabah yang menggunakan skema pinjaman ARM mulai merasakan imbasnya. Rumah yang dimiliki tidak bisa dijual, sementara beban bunga semakin meningkat. Baik nasabah maupun pihak bank mengalami kesulitan. Bank banyak mendapat rumah hasil sitaan, namun tidak dapat dijual. Sementara beban kupon atau bunga dari CDO tidak bisa dihindari. Bendera putih pertama dikibarkan oleh BNP Paribas Perancis tanggal 9 Agustus 2007.

Penurunan harga ini tidak hanya berimbas pada sektor properti saja. Sektor keuangan yang selama ini menopang kegiatan yang terjadi di properti juga ikut kelimpungan. Bubble yang sudah terjadi secara perlahan namun pasti mengalami ledakan pada tahun 2008. Puncak ledakan ini sangat terasa pada September 2008 di Amerika. Pada saat itu lembaga keuangan raksasa yaitu Lehman Brothers mengumumkan kebangkrutan akibat dari *subprime mortgage*. Indeks Nasdaq terkoreksi hingga 40% dari 2600 menjadi 1521. Sementara indeks Dow Jones juga mengalami koreksi yang sangat dalam hingga 37%, dari 13056 menjadi 8175. Indeks New York Exchange juga mengalami koreksi hingga 51,1%.

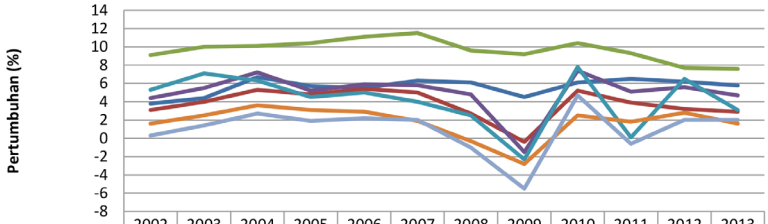



Rontoknya indeks pasar modal tidak hanya dialami oleh pasar modal Amerika, tetapi juga berimbas pada belahan negara lain. Indeks pasar modal Jepang Nikkei mengalami koreksi hingga 47,22%. Sementara indeks Hanseng bahkan mengalami koreksi sangat dalam hingga 52,1%. Indeks Harga Saham Gabungan Indonesia juga tidak luput dari koreksi. Koreksi indeks di Indonesia mencapai 55,74%.

Bubble dari negara Amerika yang meledak, mengakibatkan perekonomian dunia menjadi ambruk. Pertumbuhan ekonomi dunia mengalami penurunan. Pada tahun 2007, pertumbuhan ekonomi dunia masih berkisar 5%. Namun pada tahun 2008 sudah turun menjadi 2,7%. Pertumbuhan positif ini masih banyak ditopang oleh pertumbuhan yang tinggi dari negara-negara Asia terutama Tiongkok. Padahal pada tahun 2008, pertumbuhan ekonomi Amerika sudah mengalami minus yaitu -0,3%.

**Gambar 1.7 : Pertumbuhan Ekonomi dunia**




| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Indonesia | 3.8 | 4.4 | 6.7 | 5.7 | 5.5 | 6.3 | 6.1 | 4.5 | 6.1 | 6.5 | 6.2 | 5.78 |
| Dunia | 3.1 | 4 | 5.3 | 4.8 | 5.4 | 5 | 2.7 | -0.4 | 5.2 | 3.9 | 3.2 | 2.9 |
| Tiongkok | 9.1 | 10 | 10.1 | 10.4 | 11.1 | 11.5 | 9.6 | 9.2 | 10.4 | 9.3 | 7.7 | 7.6 |
| Malaysia | 4.4 | 5.5 | 7.2 | 5.2 | 5.9 | 5.8 | 4.8 | -1.5 | 7.4 | 5.1 | 5.6 | 4.7 |
| Thailand | 5.3 | 7.1 | 6.3 | 4.5 | 5 | 4 | 2.5 | -2.3 | 7.8 | 0.1 | 6.5 | 3.1 |
| USA | 1.6 | 2.5 | 3.6 | 3.1 | 2.9 | 1.9 | -0.3 | -2.8 | 2.5 | 1.8 | 2.8 | 1.6 |
| Jepang | 0.3 | 1.4 | 2.7 | 1.9 | 2.2 | 2 | -1 | -5.5 | 4.7 | -0.6 | 2 | 2 |

*Sumber : Laporan Bank Indonesia*

Pertumbuhan ekonomi dunia benar-benar ambruk pada tahun 2009. Pada tahun 2009 pertumbuhan ekonomi dunia sudah memasuki negatif, yaitu -0,4. Banyak negara-negara di dunia yang mengalami pertumbuhan negatif. Jepang merupakan negara yang mendapat penurunan pertumbuhan sangat dalam. Pertumbuhan Jepang sampai -5,5%. Sebaliknya Tiongkok merupakan penopang pertumbuhan ekonomi dunia. Dengan pertumbuhan 9,2% pada tahun 2009, Tiongkok merupakan salah satu

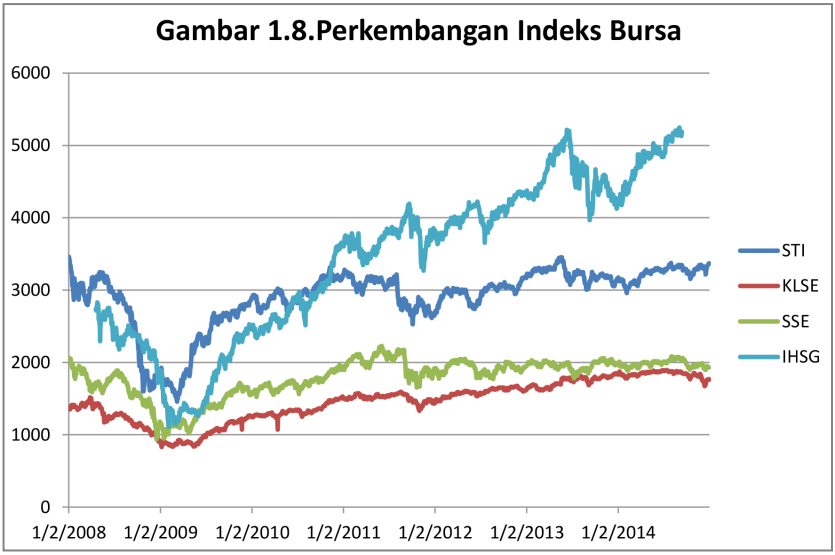
negara yang konsisten pertumbuhan ekonominya. Kendati Indonesia mendapat imbas krisis ini, namun Indonesia masih bisa mempertahankan pertumbuhan positif. Pertumbuhan ekonomi Indonesia masih 4,5%.

Untuk mengatasi krisis ini, Pemerintah Amerika mengeluarkan dana talangan untuk membeli sekuritas yang terkait dengan pinjaman perumahan. Dana talangan yang disiapkan awalnya hanya US$700 miliar. Disamping itu Pemerintah Amerika melalui Federal Reserve juga menurunkan suku bunga hingga mendekati 0%. Semua ini dilakukan untuk mengatasi krisis yang sudah terjadi. Namun dana talangan yang sudah disiapkan tetap tidak mencukupi. Dana talangan yang dikenal dengan kebijakan *quantitative easing* telah menggelontorkan dana lebih dari US$.1 triliun. Periode *quantitative easing* I November 2008 sampai Juni 2010 telah dibeli asset total sebesar US$.1,4 triliun. Sedangkan *quantitative easing* II periode November 2010 sampai Juni 2011 telah dibeli asset perbulan sebesar US$.30 miliar. Sedangkan *quantitative easing* III periode September 2012 sampai Oktober 2014. Periode *quantitative easing* III ini ada 2 yaitu September 2012 sampai Desember 2012 terjadi pembelian asset sebesar US$.40 miliar perbulan. Sedangkan periode Desember 2012 sampai Desember 2013 telah terjadi pembelian asset sebesar US$.85 miliar perbulan (Bank Indonesia, 2015).

## Pasca Krisis

Pada saat krisis terjadi, tidak hanya Pemerintah Amerika saja yang melakukan stimulus ekonominya. Banyak negara Eropa dan Jepang juga melakukan stimulus ekonomi dengan memberikan talangan. Setelah badai krisis

berlalu, mulai tahun 2014 Pemerintah Amerika melalui Federal Reserve mulai melihat adanya perbaikan ekonomi Amerika. Perbaikan ekonomi Amerika ini membuat Pemerintah Amerika mulai ingin menaikkan suku bunga untuk menarik dana talangannya. Dana talangan yang disalurkan sudah beredar ke seluruh dunia terutama pada negara-negara *emerging market*. Aliran dana ke emerging market ini merupakan darah segar bagi negara-negara *emerging market*. Likuiditas melimpah, mengakibatkan mulai meningkatnya perekonomian negara-negara emerging market. Indikator yang paling jelas adalah melimpahnya aliran dana pada pasar modal. Aktivitas bursa yang mulai bergairah terlihat dari perkembangan indeks saham yang rata-rata mengalami kenaikan sejak krisis 2008.




Rencana kenaikan suku bunga Pemerintah Amerika melalui The FED, berimbas pada perkembangan perekonomian dan bursa negara-negara *emerging market*. Darah segar yang selama ini mengalir dalam perekonomian

negara *emerging market* mulai berbalik arah. Beberapa kali rencana The FED untuk menaikkan suku bunga. Pengumuman tersebut mengakibatkan terjadinya guncangan pada pasar modal negara-negara *emerging market*. Pengumuman untuk kemudian dibatalkan karena belum siap, membuat ketidakpastian terjadi pada pasar modal negara *emerging market*. Ketidakpastian ini membuat kesulitan negara *emerging market*. Sehingga banyak pihak yang malah berharap agar perekonomian Amerika tidak pulih, sehingga likuiditas yang terdapat negara *emerging market* tidak cepat berbalik arah. Namun dana tersebut akhirnya akan tetap "balik kampung". Oleh sebab itu pemerintah pada negara *emerging market* perlu mempersiapkan diri dengan baik. Mulai bergesernya komposisi likuiditas global, membuat negara-negara *emerging market* harus memperbaiki fundamental ekonomi agar bisa mencapai pertumbuhan ekonomi yang stabil dan berkesinambungan.

# BAB II

# PEREKONOMIAN DAN HUTANG INDONESIA

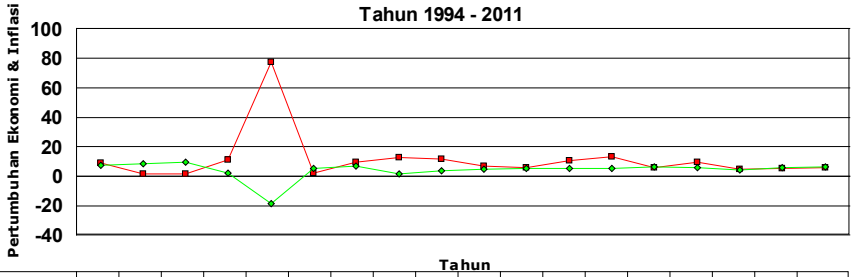
Krisis keuangan yang dimulai dari runtuhnya Lehman Brother di Amerika tahun 2008 sempat mengguncang dunia termasuk Indonesia. Efek yang terjadi di Indonesia tidak seperti negara lainnya. Pertumbuhan ekonomi Indonesia masih bisa mencapai 7.4% pada tahun 2008 dan 4.7% pada tahun 2009. Sementara negara lainnya termasuk negara tetangga ASEAN ada yang mencapai pertumbuhan negatif seperti Singapore –0.6%, Malaysia –1.5%, Thailand -2.3% dan Brunei Darussalam -1.8% tahun 2009 (International Monetary fund, 2015).

Keberhasilan Indonesia dalam menghadapi krisis pada tahun 2008 dan 2009, tidak terlepas dari pengalaman Indonesia dalam menghadapi krisis pada tahun 1997/1998 yang lalu. Gejolak ekonomi ini dimulai pada tahun 1997, sebagai imbas dari krisis yang terjadi di Meksiko dan Thailand. Pemerintah Indonesia saat itu masih menganggap perekonomian Indonesia cukup tangguh untuk menahan gejolak di Thailand. Ternyata kendati secara ekonomi Indonesia bisa bertahan namun secara sosial tidak. Hal ini mulai terlihat dengan gerakan mahasiswa yang secara sistematis terus mendesak pemerintah dan pecahnya kerusuhan terbesar sepanjang pemerintahan Presiden Soeharto. Kondisi ini mengakibatkan hengkang-nya pengusaha-pengusaha besar dan investor keluar

negeri. *Capital outflow* yang demikian besar membuat perekonomian Indonesia memburuk (Adiningsih, Soesastro, Budiman, Triaswati, & Alisjahbana, 2005).

Sejak terjadinya krisis tahun 1997/1998 tersebut para pengusaha baik besar, menengah maupun kecil mulai jeli melihat indikator-indikator ekonomi yang selama ini dianggap hanya sebatas kumpulan angka saja. Harga barang-barang impor dan yang mengandung komponen impor menggunakan mata uang Dolar Amerika. Karena selama ini fluktuasi kurs hanya berkisar 5% sampai 10% dalam setahun sehingga bisa selalu di prediksi sejak awal. Sejak krisis, fluktuasi kurs sangat tinggi bahkan pernah mencapai Rp.15.000 per dolar Amerika, padahal sebelumnya hanya sekitar Rp.2.383 (Adiningsih et al., 2005). Untuk mengalihkan risiko kurs ini kepada konsumen maka harga barang-barang tersebut dipasang dengan mata uang dolar Amerika. Hal ini mengakibatkan para pengusaha harus selalu jeli mengamati fluktuasi kurs agar tidak menderita kerugian.

**GAMBAR 2.1**
**Inflasi dan Pertumbuhan Ekonomi Indonesia**
**Tahun 1994 - 2011**




| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Inflasi | 9.24 | 1.85 | 1.53 | 11.05 | 77.63 | 2.01 | 9.4 | 12.55 | 11.8 | 6.8 | 6.1 | 10.5 | 13.1 | 6 | 9.8 | 4.8 | 5.1 | 5.7 |
| Growth | 7.54 | 8.76 | 9.5 | 2.4 | -18.26 | 5.36 | 6.91 | 1.6 | 3.7 | 4.9 | 5.1 | 5.6 | 5.5 | 6.3 | 6.1 | 4.5 | 6.1 | 6.4 |

*Sumber : Bank Indonesia (www.bi.go.id)*

Tingkat inflasi yang semula selalu dipertahankan satu digit, mulai tahun 1997 sudah memasuki dua digit, pada tahun 1998 inflasi membumbung tinggi mencapai 77,63 %. Begitu juga pertumbuhan ekonomi yang semula diatas 5 %, tahun 1997 mulai turun di bawah 5% dan tahun 1998 bahkan mencapai pertumbuhan negatif, suatu perkembangan yang tidak terbayangkan sebelumnya untuk negara Indonesia ini. Beruntung pada tahun 1999 negara Indonesia sudah mulai memperlihatkan perbaikan dimana pertumbuhan ekonomi sudah memperlihatkan angka 5.36% dan tahun 2000 menjadi 6.91%, walaupun tingkat inflasi melonjak sampai 12.55% pada tahun 2001. Perkembangan pertumbuhan ekonomi Indonesia untuk tahun berikutnya (tahun 2002 sampai dengan tahun 2004) memperlihatkan perbaikan yang cukup berarti dimana pertumbuhan mencapai 5.1%. sementara itu inflasi juga mengalami penurunan sejak tahun 2001 hingga tahun 2004 mencapai 6.1%.

Perkembangan perekonomian Indonesia memperlihatkan kondisi membaik. Hal ini terlihat dari indikator pertumbuhan yang sudah mencapai 5,1% dan inflasi hanya 6,1%, ditambah lagi untuk kurs dolar Amerika yang semakin stabil sehingga untuk tahun 2002 Rupiah Indonesia mendapat *award* sebagai mata uang yang paling stabil di Asia (*best performing Asian currency*) (Kompas 17 Desember 2002). Dengan semakin stabil nya fluktuasi nilai Rupiah terhadap dollar US, maka saat ini para spekulan sudah mulai melirik saham sebagai tempat untuk spekulasi. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dijadikan sebagai indikator reaksi pasar. Bahkan pemerintah sendiri juga tidak hanya melihat indikator makro ekonomi saja sebagai bentuk keberhasilan, tapi

sudah mulai melihat IHSG sebagai salah satu indikator perkembangan perekonomian. Reaksi pasar identik dengan pergerakan IHSG, kalau reaksi pasar negatif maka IHSG akan turun, sebaliknya kalau reaksi pasar positif, maka IHSG juga akan naik. Berbagai peristiwa politik akan dinilai pasar dan disikapi dengan berbagai reaksi, ada yang meningkatkan IHSG dan ada juga yang menurunkan IHSG.

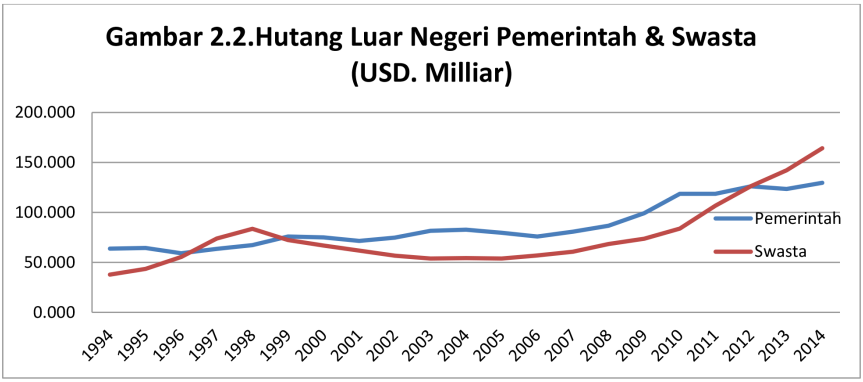
Untuk menahan derasnya aliran *capital outflow* keluar negeri pada krisis 1997/1998, pemerintah mulai menerapkan kebijaksanaan suku bunga tinggi. Dengan tingginya suku bunga bank diharapkan dana yang selama ini mengalir keluar negeri akan bisa bertahan didalam negeri. Suku bunga resmi deposito saat itu pernah menyentuh sampai 78% setahun. Dengan tingkat suku bunga yang begitu tinggi sempat menggiurkan para spekulan untuk menyimpan dananya didalam negeri. Sayang hal ini tidak berlangsung lama karena banyak Bank kecil yang tidak sehat kewalahan, sehingga pemerintah mengambil kebijakan untuk menutup bank-bank tersebut.

Penutupan bank tidak disertai jaminan pemerintah, membuat para penabung menderita kerugian. Sehingga *capital outflow* tidak terbendung lagi. Kebijaksanaan pemerintah untuk menjamin tabungan yang ada di bank tidak memberikan arti yang besar. Di lain pihak para debitur bank juga kesulitan dengan naiknya suku bunga pinjaman yang selama ini hanya berkisar 20% (Adiningsih et al., 2005). Banyak perusahaan yang bangkrut tidak bisa mengembalikan pinjamannya baik karena tingginya suku bunga pinjaman maupun lesunya pasar akibat krisis.

Pada saat krisis tahun 1997/1998, banyak perusahaan di Indonesia yang mengalami kebangkrutan.

Pada penelitian (Chow, 1994) menunjukkan bahwa sejak tahun 1970-an(masa krisis minyak dunia) banyak negara yang berpendapatan rendah lebih suka dengan loan financing. Dengan *loan financing* mereka berkesempatan mendapatkan *debt rescheduling* dan *loan renewal*. Keadaan ini juga dialami oleh perusahaan di Indonesia. Mereka berlomba-lomba mendapatkan pinjaman luar negeri. Karena biaya pinjaman luar negeri lebih rendah dibanding dengan biaya pinjaman dalam negeri. Namun pinjaman luar negeri tersebut tidak di-hedge dan banyaknya pinjaman dalam bentuk pinjaman jangka pendek. Inilah merupakan sumber penyebab terjadinya financial distress perusahaan di Indonesia tahun 1997/1998 (Adiningsih et al., 2005). Pada krisis tahun 2008, meski pinjaman perusahaan swasta cukup besar, namun sudah dilakukan antisipasi, sehingga pada saat itu perusahaan di Indonesia tidak sempat mengalami financial distress.

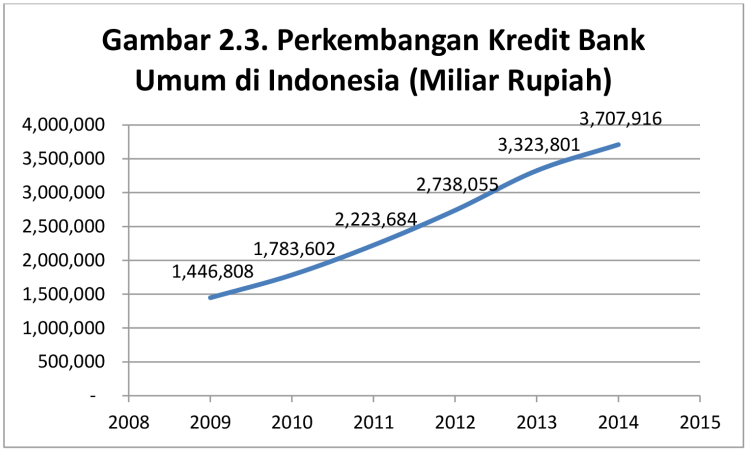
Perusahaan di Indonesia sangat yakin akan kemampuannya dalam mengelola hutang. Hal ini tergambar pada pinjaman luar negeri Indonesia yang saat ini didominasi oleh pinjaman dari swasta.




*Sumber : (Bank Indonesia & Ministry of Finance, 2015)*

Dari gambar 2.2 terlihat peningkatan hutang luar negeri perusahaan swasta sudah melebihi hutang luar negeri Pemerintah. Kendati pada tahun 1997 dan 1998 pinjaman luar negeri perusahaan swasta pernah melebihi pinjaman pemerintah, namun saat itu kelebihan pinjaman swasta lebih karena adanya krisis besar yang terjadi di Indonesia. Sedangkan mulai tahun 2012 ini peningkatan hutang swasta tersebut lebih banyak disebabkan karena peningkatan aktivitas bisnis. Pinjaman luar negeri dianggap lebih menguntungkan karena dibebankan bunga yang jauh lebih rendah dibanding dengan pinjaman di dalam negeri. Hutang perusahaan swasta tersebut didominasi oleh perusahaan bukan lembaga keuangan. Hal ini menunjukkan perusahaan yang bergerak disektor ril mulai agresif dalam berhutang.

Pinjaman dalam negeri juga mengalami peningkatan yang cukup berarti. Ini terlihat dari peningkatan jumlah kredit pada bank yang selalu meningkat setiap tahunnya.




Dari gambar 2.3 terlihat adanya peningkatan yang sangat besar untuk kredit di dalam negeri. Pertumbuhan

rata-rata diatas 20% pertahun, kecuali tahun 2014. Pertumbuhan pinjaman ini sangat luar biasa. Selanjutnya timbul pertanyaan, faktor apa yang menjadi dorongan perusahaan untuk meningkatkan pinjamannya?

Penelitian yang dilakukan oleh (Chandra, 2009) menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia masih menganut pecking order theory. Artinya perusahaan di Indonesia masih konservatif dalam mengambil keputusan capital structure. Memang dalam penelitian yang dilakukan sebelumnya baik penelitian luar negeri maupun penelitian di Indonesia, masih belum ada kesepakatan tentang faktor yang mempengaruhi keputusan capital structure perusahaan. Penelitian ini akan meneliti kembali faktor-faktor yang mempengaruhi capital structure perusahaan di Indonesia. Apakah telah terjadi perubahan paradigma dalam mengambil keputusan capital structure setelah terjadinya krisis global.

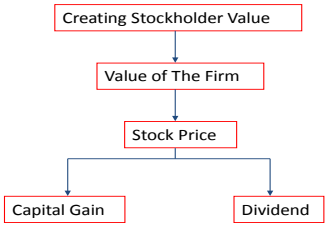
# BAB III

# PANDANGAN TEORI TERHADAP HUTANG

Tujuan manajemen keuangan adalah bagaimana bisa memaksimumkan nilai perusahaan (*to maximize the value of the firm*) yaitu dengan jalan memaksimumkan kekayaan para pemegang saham (*to maximize the wealth of its stockholders*) yang diterjemahkan kedalam tujuan memaksimumkan harga saham biasa pemegang saham biasa perusahaan tersebut (*maximizing the price of the firm's common stock*). Menurut (Levy & Sarnat, 1998) peningkatan kemakmuran pemegang saham melalui peningkatan laba (*maximum profit*) yang sifatnya relatif pasti (*certainty*) dan peningkatan nilai saham (*Maximum value of stock*) yang bersifat tidak pasti (*Uncertainty*).

Gambar 3.1

The Basic Goal of Financial Management



Ketidakpastian ini terdiri dari laba (*profit*) dan risiko (*risk*). Untuk merealisasikan tujuan perusahaan ini maka manajer keuangan harus bisa membuat keputusan keuangan sebagai berikut (Horne, 1999):

- The Investment Decision.
- The Financing Decision.
- The Dividend Decision.

Keputusan investasi (*The investment decision*) adalah keputusan yang paling penting diantara ketiga keputusan diatas dalam menciptakan nilai. Dalam memutuskan investasi mana yang akan dipilih selalu dipertimbangkan besarnya keuntungan yang akan diperoleh dengan telah memperhitungkan *time value of money* dibandingkan dengan risiko yang akan dihadapi. Setelah diperoleh investasi yang paling menguntungkan bagi perusahaan, manajer keuangan perlu memutuskan kembali sumber dana yang akan digunakan (*The financing decision*) untuk membiayai investasi yang sudah dipilih tersebut. Sumber dana yang tersedia adalah dari dalam perusahaan sendiri dan sumber dana dari luar perusahaan. Dalam mempertimbangkan sumber dana mana yang akan digunakan sangat erat kaitannya dengan kebijakan capital structure yang dianut oleh perusahaan. Kebijakan capital structure itu sendiri akan sangat mempengaruhi besarnya risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan dan besarnya biaya modal yang akan dibebankan pada investasi tersebut dan selanjutnya juga akan mempengaruhi harga saham dan nilai perusahaan. Setelah diperoleh dana untuk membiayai investasi tersebut perusahaan mulai bekerja dan menghasilkan laba. Persoalan selanjutnya adalah apakah laba yang sudah dihasilkan akan dibayarkan

kembali semuanya atau tidak kepada pemegang saham (*The dividend decision*). Jika manajer keuangan yakin akan bisa menghasilkan laba lebih tinggi dimasa yang akan datang, laba yang sudah dihasilkan pada periode sebelumnya bisa dijadikan sebagai salah satu sumber dana untuk membiayai investasi berikutnya dalam bentuk *retained earnings*. Sebaliknya jika manajer keuangan tidak yakin akan bisa menghasilkan lebih besar, sebaiknya laba yang sudah dihasilkan dibagikan saja dalam bentuk dividen.

(Horne, 1999) menganggap fungsi keuangan diatas bisa meningkatkan nilai perusahaan yang dinyatakan sebagai berikut :

> *The functions of finance involve three major decisions a company must make : the investment decisions, the financing decisions, and the dividend decisions. Each must be considered in relation to our objective; an optimal combination of the three will create value.*

Jadi dengan mengoptimalkan ketiga fungsi diatas diharapkan akan bisa menciptakan nilai perusahaan yang tinggi. Dengan kata lain jika keputusan yang diambil oleh manajer keuangan sudah optimal untuk ketiga fungsi diatas akan mengakibatkan harga saham perusahaan meningkat sehingga kemakmuran pemegang saham juga akan meningkat seiring dengan meningkatnya *capital gain* dan dividen yang akan diperoleh.

Seorang manajer keuangan harus bisa mengambil keputusan Untuk memperoleh laba yang maksimum dengan risiko yang terbatas. (Brealey, Myers, & Allen,

2008) menggambarkan seorang manajer keuangan merupakan mediator antara operasi perusahaan (*firm's operations*) dengan pasar uang (*financial market*). Manajer keuangan mengubah aset perusahaan (*real assets*) dalam bentuk kertas-kertas (saham) yang mempunyai hak *claim* terhadap *real assets*. Investor mau membeli kertas tersebut dengan harapan akan mendapatkan imbalan atas apa yang telah dibayar. Manajer keuangan berperan untuk meyakinkan investor akan keamanan dan kepastian uang mereka. Seterusnya manajer keuangan juga harus mengambil keputusan investasi mana yang akan diambil untuk memperoleh laba yang maksimum dan kepastian pengembaliannya. Pemilihan investasi ini berkaitan dengan besarnya biaya yang akan ditutupi dalam *cost of capital*. Manajer mengharapkan adanya *cost of capital* atau biaya penggunaan modal yang paling murah. Untuk mendapatkan biaya penggunaan modal yang murah, manajer keuangan dituntut untuk memutuskan komposisi sumber modal yang akan digunakan atau bauran modal yang berkaitan dengan keputusan capital structure. Bagaimana mendapatkan capital structure yang paling murah atau sering dikatakan paling optimal, hal ini akan dibahas pada bagian selanjutnya. Dilihat dari sumbernya, untuk mendapatkan sumber dana yang murah bisa diperoleh dari sumber sebagai berikut :

a. Eksternal, yaitu mendapatkan hutang dari luar perusahaan yang dianggap biayanya lebih murah. Kebijakan keuangan yang menyangkut dana dari eksternal ini adalah kebijakan capital structure.

b. Internal, yaitu mendapatkan dana dari dalam perusahaan sendiri yaitu melalui laba yang diperoleh perusahaan. Untuk menentukan berapa besar

laba yang akan ditahan untuk investasi di tahun berikutnya, menyangkut kebijakan dividen.

Dalam penelitian ini pembahasan dibatasi hanya pada kebijakan capital structure saja.

**Capital structure**

Penelitian-penelitian tentang capital structure yang dilakukan selama ini berusaha untuk menjelaskan hubungan antara capital structure dengan nilai perusahaan. Pertanyaan yang selalu timbul adalah dengan menambah hutang perusahaan tanpa menambah modal sendiri maupun kebijakan-kebijakan keuangan lainnya, apakah akan mengakibatkan perubahan harga saham yang seterusnya akan mengakibatkan perubahan nilai perusahaan ? (Horne, 1999). Jika memang bisa dibuktikan adanya perubahan yang sangat mendasar, berikutnya peneliti akan mencoba mencari format capital structure yang optimal, dalam arti biaya modal dan risiko yang harus dibebankan mencapai batas paling minimum. Jika bisa diperoleh capital structure yang optimal, diharapkan akan mengakibatkan peningkatan harga saham dan nilai perusahaan. Pertanyaan ini yang selalu mendorong para peneliti-peneliti dibidang keuangan perusahaan untuk membuktikan secara empiris.

Pada penelitian capital structure, biasanya selalu diikuti dengan adanya asumsi-asumsi untuk membatasi ruang lingkup penelitian serta mempermudah analisis. Asumsi yang biasanya berkaitan dengan pasar modal yang berbentuk sempurna dan tidak adanya pajak. Adapun asumsi-asumsi tersebut bisa dirincikan sebagai berikut:

a. *There are no corporate or personal income taxes and no bankruptcy costs.*
b. *The ratio of debt to equity for a firm is changed by issuing debt to repurchase stock or issuing stock to pay off debt. In other words, a change in capital structure is affected immediately. In this regard, we assume no transaction costs.*
c. *The firm has a policy of paying 100 percent of its earnings in dividends.*
d. *The expected value of the subjective probability distributions of expected future operating earnings for each company are the same for all investors in the market.*
e. *The operating earnings of the firm are not expected to grow. The expected values of the probability distributions of expected operation earnings for all future periods are the same as present operating earnings.*

Asumsi-asumsi yang digunakan dalam analisa ini memang sangat ketat, dimana faktor pajak baik pajak pribadi atau perorangan maupun pajak perusahaan diasumsikan tidak ada. Begitu juga mengenai biaya untuk transaksi saham juga di tiadakan. Sedangkan mengenai keuntungan perusahaan akan dibagikan dalam bentuk dividen seluruhnya, *expected value* dari investor untuk semua perusahaan dianggap sama, begitu juga pertumbuhan dianggap konstan. Memang asumsi yang dibuat disini tidak menggambarkan keadaan yang sebenarnya dalam dunia nyata, tetapi demi untuk mempermudah analisa, asumsi yang ketat ini diberlakukan. Dari asumsi-asumsi ini bisa dibuat formula biaya modal dari hutang atau *cost of debt* ($K_i$) sebagai berikut (Horne, 1999) :

$$K_i = \frac{F}{B} = \frac{\textit{Annual Interest Charges}}{\textit{Market Value of Debt Outstanding}}$$

Sedangkan biaya modal dari modal sendiri yang menggambarkan *required rate of return* dari investor atau *cost of equity* bisa diformulasikan sebagai berikut :

$$K_e = \frac{E}{S} = \frac{\textit{Earnings Available to Common Stockholder}}{\textit{Market Value of Stock Outstanding}}$$

Dari formula diatas terlihat bahwa biaya modal dari modal sendiri tidak menggambarkan pertumbuhan dari perusahaan dengan kata lain pendapatan perusahaan dianggap konstan selamanya. Cara ini memang akan membuat bias dalam perhitungan atau *low estimate*. Asumsi ini digunakan semata-mata hanya untuk mempermudah perhitungan saja. Dari kedua formula diatas bisa dibuat formula total biaya modal perusahaan atau *weighted cost of capital* ($K_o$)sebagai berikut (Horne, 1999):

$$K_o = \frac{O}{V} = \frac{\textit{Net Operating Earnings}}{\textit{Total Market Value of the firm}}$$

Dengan menganggap *Value of the firm* (V) adalah gabungan antara *market value of debt outstanding* (B) dan *market value of stock outstanding* (S) atau V = B + S, maka formula $K_o$ diatas bisa diganti menjadi :

$$K_o = K_i \left(\frac{B}{B + S}\right) + K_e \left(\frac{S}{B + S}\right)$$

Dari formula diatas dengan mempertimbangkan V = B + S , maka bisa dikonversikan kedalam bentuk lain yaitu (Awat, 1998):

$$K_e \frac{S}{V} = K_o - K_i \frac{B}{V}$$

Yang berarti :

$$K_e = \frac{K_o}{S / V} - K_i \frac{B / V}{S / V}$$

$$K_e = \frac{K_o V}{S} - K_i \frac{B}{S}$$

$$K_e = \frac{K_o (B + S)}{S} - K_i \frac{B}{S}$$

$$K_e = \frac{K_o S}{S} + \frac{K_o B}{S} - K_i \frac{B}{S}$$

$$K_e = K_o + K_o \frac{B}{S} - K_i \frac{B}{S}$$

Sehingga diperoleh :

$$K_e = K_o + (K_o - K_i) \frac{B}{S}$$

Dari hubungan ini terlihat bahwa $K_e$ diatas $K_i$ yaitu sebesar $(K_o - K_i)$ (B/S). dalam hal ini $K_o$ menunjukkan risiko bisnis yang dihadapi perusahaan dari jumlah pendapatan, sedangkan premi risiko bisnis ini bisa diperoleh sebesar $(K_o - K_i)$ (B/S).

Sesuai dengan formula diatas terlihat bahwa masalah yang selalu muncul dalam analisa capital structure yaitu menyangkut hubungan antara $K_o$ , $K_i$ dan $K_e$ dengan capital structure (B/S). Dalam teori capital structure selalu mencari capital structure yang optimal dengan mencari nilai minimum dari $K_o$ (*Overall capitalization* rate) yang dalam hal ini merupakan biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted average cost of capital*). EBIT bisa dimaksimumkan jika $K_o$ bisa diminimumkan. Pendekatan-pendekatan yang digunakan para ahli keuangan bisa dijelaskan pada bagian berikut ini.

**Pendekatan Laba Bersih (*Net Income Approach*).**

Pendekatan Laba Bersih (*Net Income Approach*) merupakan salah satu dari pendekatan yang

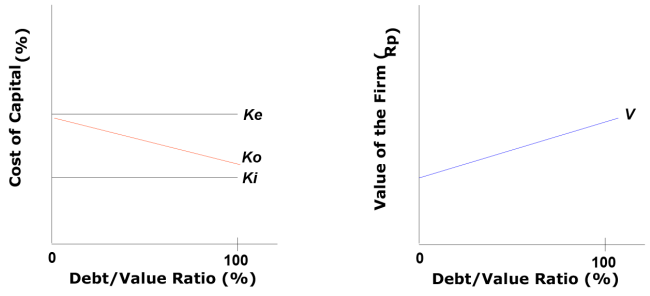
menghubungkan antara biaya modal, capital structure dengan nilai perusahaan. Dua pendekatan lainnya adalah pendekatan laba operasi bersih (*Net Income Approach*) dan pendekatan tradisional. Pendekatan ini dikembangkan oleh David Durand pada tahun 1952 (Block & Hirt, 1994), untuk mempermudah analisa ini maka untuk ketiga pendekatan tersebut diasumsikan pajak perusahaan dianggap nol atau tidak ada.

Pada pendekatan laba bersih (NIA) diasumsikan bahwa investor mengkapitalisasi atau menilai tingkat laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi atau biaya modal sendiri ($K_e$) bergerak konstan dengan tidak terpengaruh oleh besarnya capital structure perusahaan begitu juga dengan tingkat hutang, bisa ditingkatkan jumlahnya dengan tingkat biaya hutang ($K_i$) yang konstan pula. Mengingat tingkat biaya modal sendiri ($K_e$) dan biaya hutang ($K_i$) sifatnya adalah konstan, maka semakin banyak hutang yang diambil oleh perusahaan akan mengakibatkan besarnya biaya modal rata-rata tertimbang atau *Weighted Average Cost of Capital* ($K_o$) menjadi lebih kecil. Seperti diketahui bahwa biaya modal sendiri ($K_e$) merupakan ekspektasi dari pemegang saham terhadap *return* dari dana yang ditanam didalam perusahaan. Ekspektasi ini tentu akan lebih tinggi daripada biaya hutang ($K_i$). pada pendekatan ini digambarkan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) akan turun jika adanya penurunan penggunaan modal sendiri dan memperbanyak hutang yang relatif lebih murah dibanding dengan modal sendiri tersebut. Dengan mendapatkan biaya modal rata-rata tertimbang yang lebih murah, diharapkan akan menaikkan laba bersih perusahaan yang seterusnya akan menaikkan nilai perusahaan. Hal ini bisa digambarkan dalam Gambar

3.2 berikut ini.

Dari Gambar 3.2 terlihat biaya modal sendiri atau *cost of equity* ($K_e$) dan biaya hutang atau *cost of debt* ($K_i$) bergerak konstan kendati terjadi perubahan komposisi capital structure. Dari gambar tersebut juga terlihat bagaimana rasio hutang dibanding dengan modal sendiri yang meningkat mengakibatkan biaya modal rata-rata tertimbang atau *Weighted Average Cost of Capital* ($K_o$) menjadi semakin menurun. Dengan menurunnya biaya modal rata-rata tertimbang, akan mengakibatkan laba bersih perusahaan meningkat dan menaikkan nilai perusahaan (V). Jika memang dianggap pendekatan ini benar, maka manajer keuangan disarankan untuk mengambil hutang sebanyak-banyaknya untuk meningkatkan nilai perusahaan. Apakah mungkin perusahaan membiayai semua aktivitasnya dengan dana yang berasal dari hutang ?

**Gambar 3.2**
**Pengaruh Struktur Modal Pendekatan Laba Bersih (NI)**

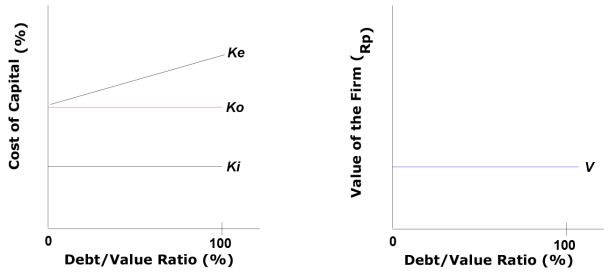



Sumber : Block & Hirt (1994,p.334)

## Pendekatan Laba Operasi Bersih (*Net Operating Income Approach*)

Pendekatan Laba operasi bersih atau *Net Operating Approach* (NOI) melihat dari sudut pandang yang berbeda dibanding dengan Pendekatan Laba Bersih (NI). Asumsi yang digunakan dalam pendekatan laba operasi bersih ini tetap menganggap biaya hutang ($K_i$) konstan. Sedangkan pandangan investor mulai berubah terhadap biaya modal sendiri ($K_e$). dengan semakin meningkatnya hutang yang diambil oleh perusahaan, akan mengakibatkan meningkat juga risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan, akibatnya para investor menuntut adanya imbal hasil yang lebih besar sebagai premi atas risiko yang mereka hadapi tersebut. Peningkatan biaya modal sendiri ($K_e$) tersebut dan biaya hutang ($K_i$) yang konstan mengakibatkan biaya rata-rata ($K_o$)menjadi tetap tidak terjadi perubahan. Karena biaya rata-rata tersebut tidak mengalami perubahan, maka nilai perusahaan juga tidak akan mengalami perubahan. Hal ini bisa dilihat pada Gambar 3.3.

**Gambar 3.3**
**Pengaruh Struktur Modal Pendekatan Laba Operasi Bersih (NOI)**




Sumber : Block & Hirt (1994,p.334)

Dari Gambar 3.3 tersebut diatas terlihat garis biaya hutang ($K_i$) dan biaya modal rata-rata tertimbang ($K_o$) terlihat konstan dengan adanya perubahan capital structure, sementara itu biaya modal sendiri merangkak naik sesuai dengan besarnya hutang yang akan di pinjam oleh perusahaan. Pendekatan ini menekankan bahwa harga saham dan nilai perusahaan tidak terpengaruh oleh adanya perubahan pada capital structure (Horne, 1999). Pada pendekatan ini dianggap tidak adanya capital structure yang optimal, dalam artian semua capital structure dianggap sama dan tidak akan mempengaruhi harga saham dan nilai perusahaan.

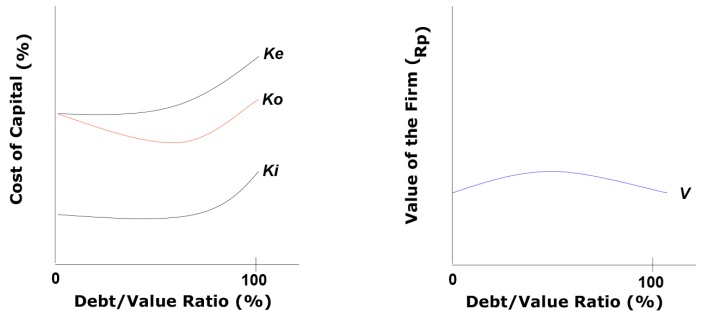
**Pendekatan Tradisional.**

Pendekatan tradisional merupakan pendekatan yang menjadi jalan tengah dari pendekatan laba bersih (NI) dan pendekatan laba operasi bersih (NOI) yang sangat ekstrim tersebut. Pendekatan yang banyak dianut oleh para praktisi dan akademisi ini mengasumsikan penambahan hutang hingga pada batas tertentu, risiko perusahaan tidak mengalami perubahan. Karena tidak adanya perubahan pada risiko akibat penambahan hutang tersebut, maka biaya hutang ($K_i$) dan biaya modal sendiri ($K_e$) relatif tidak mengalami perubahan atau berada pada posisi konstan. Seperti juga pada pendekatan laba bersih (NI) dengan kondisi biaya hutang ($K_i$) dan biaya modal sendiri ($K_e$) yang konstan mengakibatkan biaya modal rata-rata tertimbang ($K_o$) menjadi turun. Tetapi penambahan hutang secara terus menerus setelah melewati batas tersebut akan mengakibatkan pemegang saham mulai berpikir untuk menuntut adanya premi risiko. Tuntutan premi risiko inilah yang mengakibatkan adanya kenaikan

biaya modal sendiri ($K_e$). Karena kenaikan biaya modal sendiri ($K_e$) lebih besar dibanding dengan penurunan biaya hutang ($K_i$), mengakibatkan biaya modal rata-rata tertimbang yang semula sudah menurun menjadi naik. Efek yang terjadi pada nilai perusahaan yang semula naik karena adanya penurunan biaya modal rata-rata tertimbang ($K_o$) menjadi turun setelah biaya modal rata-rata tertimbang ($K_o$) terjadi kenaikan. Semua fenomena ini bisa dilihat pada Gambar 3.4 berikut.

Pada pendekatan tradisional ini mengakui adanya capital structure yang optimal yang bisa meningkatkan total nilai perusahaan (Horne, 1999). kondisi capital structure yang optimal akan tercapai saat nilai perusahaan mencapai maksimum (V) dan biaya modal rata-rata tertimbang ($K_o$) mencapai tingkat yang paling minimum.

**Gambar 3.4**
**Pengaruh Struktur Modal Pendekatan Tradisional**




Sumber : Block & Hirt (1994,p.335)

**Pendekatan Modigliani - Miller (MM) Tanpa Pajak.**

Modigliani dan Miller (MM) meneliti tentang hubungan antara capital structure dengan biaya modal (*cost of capital*) dan mendukung pendekatan laba operasi bersih (NOI). Mereka menentang pendekatan tradisional dengan penjelasan perilaku biaya modal rata-rata tertimbang ($K_o$) yang menurun dan naik setelah mencapai batas capital structure yang optimal. Pada masa ini MM mendukung kesimpulan pendekatan laba operasi bersih yang menyatakan tidak ada capital structure yang optimal. Adapun asumsi-asumsi yang mereka gunakan pada penelitian mereka adalah sebagai berikut (Horne, 1999) :

1. *Capital market are perfect. Information is costless and readily available to all investors. There are no transaction costs, and all securities are infinitely divisible. Investor are assumed to be rational and to behave accordingly.*
2. *The average expected future operating earnings of a firm are represented by subjective random variables. It is assumed that the expected values of the probability distribution of all investors are the same. The MM illustration implies that the expected values of the probability distributions of expected earnings for all future periods are the same as present operating earnings.*
3. *Firms can be categorized into " equivalent return" classes. All firms within a class the same degree of business risk. As we shall see later, this assumption is not essential for their proof.*
4. *The absence of corporate income taxes is assumed. MM remove this assumption later.*

Dari asumsi diatas terlihat MM memperketat asumsi-asumsi dalam penelitiannya. Bukan hanya tidak ada pajak, tetapi juga pasar modal dianggap sempurna atau efisien sehingga tidak ada biaya dalam transaksi, harapan *Earning Before Interest and Tax* (EBIT) perusahaan oleh semua investor dianggap sama, sehingga investor dianggap memiliki harapan yang sama terhadap EBIT maupun risiko yang akan dihadapi. Disamping itu MM juga membuat asumsi risiko bisnis yang dihadapi oleh perusahaan adalah sama. Asumsi yang paling penting dalam penelitian ini adalah tidak ada pajak, walaupun kemudian pernyataan ini terpaksa dikoreksi lagi.

Dengan menggunakan asumsi-asumsi yang ketat tersebut, MM berusaha membuat penelitian tentang hubungan antara capital structure dengan biaya modal yang dijelaskan dalam tiga preposisi.

**Preposisi I**

Pada preposisi ini MM berpendapat bahwa nilai setiap perusahaan merupakan kapitalisasi dari laba operasi bersih atau *Net operating Income* (EBIT) dengan tingkat kapitalisasi atau biaya modal rata-rata tertimbang ($K_o$) konstan sesuai dengan tingkat risiko perusahaan. Adapun pada preposisi ini bisa dibuat dalam bentuk rumus sebagai berikut (Brigham & Daves, 2004) :

$$V_L = V_U = \frac{EBIT}{WACC} = \frac{EBIT}{K_{eU}}$$

Dimana L adalah menunjukkan perusahaan yang menggunakan hutang (*leverage firm*) dan U menunjukkan

perusahaan yang tidak menggunakan hutang (*unleverage firm*). Sementara WACC adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk perusahaan yang menggunakan hutang (*leverage firm*), sedangkan $K_{SU}$ adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan untuk perusahaan yang tidak menggunakan hutang (*unleverage firm*).

Dilihat dari persamaan diatas terlihat bahwa MM menganggap nilai perusahaan yang menggunakan hutang ($V_L$) sama dengan nilai perusahaan yang tidak menggunakan hutang ($V_U$). Hal ini terlihat dari besarnya WACC sama dengan $K_{SU}$. Artinya disini MM tidak mengakui adanya pengaruh struktur perusahaan terhadap nilai perusahaan seperti pendekatan laba bersih (NI). Dengan begitu terlihat implikasi dari model ini sebagai berikut (Brigham & Daves, 2004) :

- Bahwa biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) secara penuh baik bagi perusahaan yang menggunakan hutang (*leverege* firm) maupun tidak menggunakan hutang (*unleverage* firm) bersifat independen dari capital structure.
- Tanpa melihat jumlah hutang yang digunakan, biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) dari perusahaan sama dengan biaya modal sendiri ($K_e$).

Disini MM memperlihatkan dukungannya pada pendekatan laba operasi bersih (*Net Operating Income Approach*). Untuk membuktikan preposisi I yang dibuatnya, MM menggunakan pembuktian dengan adanya proses *arbitrage*.

Pada pendekatan laba bersih (NI) dikatakan peningkatan nilai perusahaan bisa terjadi jika dilakukan penambahan penggunaan hutang oleh perusahaan.

Menurut MM, pada kondisi perusahaan *leverage* mempunyai nilai perusahaan atau harga saham yang lebih tinggi dibanding dengan perusahaan *unleverage*, maka investor pada perusahaan *leverage* akan menjual sahamnya dengan harga tinggi untuk kemudian membeli saham perusahaan *unleverage* yang lebih murah dan menginvestasikan kelebihan dananya pada investasi lain. Karena asumsi pasar yang efisien, maka transaksi jual dan beli saham tersebut tidak dikenakan biaya. Semakin banyak investor yang pindah pada perusahaan *unleverage* mengakibatkan harga saham perusahaan *unleverage* ini semakin tinggi sehingga akhirnya harapan tingkat pengembalian (*required cost of equity*) untuk perusahaan *unleverage*. Peningkatan biaya ini akan terus terjadi hingga akhirnya terjadi kesimbangan harga saham dan biaya modal rata-rata tertimbang untuk perusahaan *leverage* dengan perusahaan *unleverage*. Artinya dengan penambahan hutang tidak akan mengakibatkan terjadinya perubahan harga saham untuk jangka panjang yang seterusnya tidak akan mengakibatkan terjadinya perubahan nilai perusahaan.

**Preposisi II**

Pada preposisi II ini MM menjelaskan bahwa *Cost of Equity* dari perusahaan *leverage* ($K_{eL}$) sama dengan :

- *Cost of Equity* ($K_{eU}$) dari perusahaan *unleverage* ditambah dengan.
- Premium risiko dari selisih *Cost of Equity* ($K_{eU}$) dengan *Cost of debt* ($K_i$).

Ini bisa dirumuskan sebagai berikut (Brigham & Daves, 2004) :

$$K_{eL} = K_{eU} + \text{Risk Premium} = K_{eU} + (K_{eU} - K_i)\ (D/S)$$

Disini D tetap digambarkan sebagai *market value of the firm's debt* dan S adalah *market value of the firm's equity*.

Dari preposisi II ini MM berpendapat bahwa dengan meningkatnya jumlah hutang perusahaan akan semakin meningkat juga biaya modal sendiri (*cost of equity* / $K_e$). Permintaan kenaikan dari biaya modal sendiri ini karena investor merasa harus menanggung risiko yang lebih besar dari pertambahan hutang perusahaan. Artinya pemilik modal menuntut adanya penambahan keuntungan atas dana yang ditanam di perusahaan biaya modal sendiri pada perusahaan *unleverage* ditambah premi risiko. Karena adanya penambahan biaya atas modal sendiri ($K_e$) mengakibatkan penurunan biaya hutang ($K_i$)menjadi tidak berarti sehingga nilai perusahaan tidak akan berpengaruh seperti yang digambarkan pada pendekatan laba bersih (NI). Dari pendekatan ini terlihat bahwa dengan tidak adanya pajak, nilai perusahaan dan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) tidak terpengaruh oleh adanya perubahan pada capital structure.

**Preposisi III.**

Preposisi III menyatakan bahwa perusahaan sebaiknya melakukan investasi pada proyek baru sepanjang paling tidak nilai perusahaan meningkat sebesar biaya investasi. Jika pertambahan nilai perusahaan adalah $\Delta V$ dan pertambahan biaya investasi adalah $\Delta I$, maka bisa dibuat perumusan sebagai berikut :

$$\frac{\Delta V}{\Delta I} > 1$$

dari preposisi I diketahui bahwa V = EBIT / $K_{eU}$, maka Δ V = Δ EBIT / $K_{eU}$, dari sini bisa diperoleh persamaan sebagai berikut (Sartono, 2001, p.236) :

$$\frac{\Delta EBIT}{K_{eU}} > 1 \text{ atau } \frac{\Delta EBIT}{\Delta I} > K_{eU}$$

**Pendekatan Modigliani - Miller (MM) Dengan Pajak.**

Pendekatan Modigliani – Miller tanpa pajak diatas di publlikasi pertama kali pada tahun 1958. Pada tahun 1963, Modigliani – Miller kembali mengkoreksi asumsi yang sudah dibuat yaitu dengan memasukkan unsur pajak dalam analisanya. Dengan adanya pajak perusahaan ini, MM mulai mempertimbangkan kebenaran pendekatan laba bersih (NI) yaitu perubahan capital structure akan mempengaruhi nilai perusahaan. Jika argumentasi pendekatan laba bersih (NI) Durand menganggap nilai perusahaan akan meningkat dengan adanya penambahan hutang yang akan mengakibatkan menurunnya biaya modal rata-rata tertimbang (WACC). Pada pendekatan MM dengan pajak ini, nilai perusahaan akan meningkat juga karena adanya peningkatan pemakaian hutang perusahaan, tetapi pengurangan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) terjadi akibat adanya *tax saving* atau penghematan pajak karena meningkatnya biaya bunga

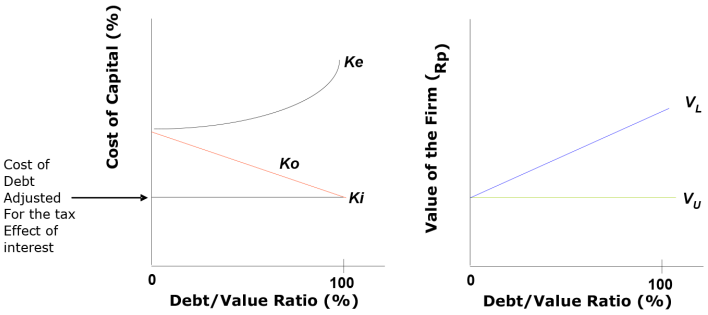
(*a Tax Deductible Expence*). Dengan kata lain, jika ada dua perusahaan yang memperoleh laba operasi (EBIT) yang sama, perusahaan yang pertama menggunakan hutang (*leverage firm*) untuk membiayai perusahaannya (dengan membayar bunga) sementara yang lain tidak menggunakan hutang (*unleverage firm*) dalam membiayai perusahaannya. Perusahaan pertama akan membayar pajak penghasilan perusahaan yang lebih kecil dibanding dengan perusahaan kedua, akibat dari penghematan pajak penghasilan dari adanya biaya bunga yang dibayar. Dengan membayar pajak penghasilan perusahaan yang lebih kecil dibanding dengan perusahaan yang tidak menggunakan hutang (*unleverage*) akan mengakibatkan laba perusahaan perlembar saham (*Earning Per* Share) akan lebih besar yang seterusnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Untuk mengambarkan keterkaitan antara capital structure yang memasukkan unsur modal dengan nilai perusahaan, bisa dilihat dari model yang ditawarkan oleh MM sebagai berikut (Brigham & Daves, 2004):

$$\mathbf{V_L = V_U + TD}$$

Dimana disini dikatakan *Value of leveraged firm* ($V_L$) sama dengan *Value of unleveraged firm* ($V_U$) ditambah dengan jumlah pajak perusahaan dikalikan dengan jumlah hutang. Grafik yang bisa dibuat untuk mengambar kondisi ini adalah seperti Gambar 3.5.

**Gambar 3.5**
**Pengaruh Struktur Modal Pendekatan MM Dengan Pajak Perusahaan**




Sumber : Block & Hirt (1994,p.337)

Dari Gambar 3.5 terlihat sejak diperkenalkan pajak pada pendekatan ini, faktor pajak bisa mengurangi *Weghted average cost of capital* ($K_0$) jika perusahaan berusaha untuk menambah penggunaan hutang dalam membiayai perusahaannya. Pengurangan biaya modal rata-rata tertimbang ini akan mengakibatkan naiknya nilai perusahaan untuk perusahaan yang menggunakan hutang ($V_L$), sementara untuk perusahaan yang tidak menggunakan hutang ($V_U$) nilai perusahaannya akan tetap konstan seperti pendekatan MM tanpa pajak. Jika memang teori yang digunakan MM dengan pajak ini bisa berjalan dengan baik berarti bisa disarankan kepada perusahaan untuk berhutang sebanyak-banyaknya. Apakah pendapat ini bisa diterima ?

## Pendekatan Miller Model.

Pada tahun 1976 Merton H. Miler mengoreksi

model MM dengan tetap memperhatikan pajak. Koreksi yang dilakukan oleh Miller adalah dengan memperhatikan adanya pajak pribadi atau perorangan. Pajak perorangan yang dimaksud adalah pajak pribadi ($T_S$) untuk penghasilan dari saham dan penghasilan dari obligasi ($T_d$). Miller membuat model dasar sama dengan model MM yaitu :

$$\mathbf{V_L = V_U + T.D}$$

Dimana

$$T = 1 - \frac{(1-T_C)(1-T_S)}{(1-T_d)}$$

Sehingga (Brigham & Daves, 2002, p.535) :

$$V_L = V_U + \left\{ 1- \frac{(1-T_C)(1-T_S)}{(1-T_d)} \right\} D$$

dimana :

$T_C$ : Pajak Perusahaan (*Corporate Tax Rate*)

$T_S$ : Pajak Perseorangan dari penghasilan saham (*Personal Tax Rate on Stock Income*).

$T_d$ : Pajak Perseorangan dari penghasilan obligasi (*Personal Tax Rate on Bond Income*).

D : Hutang Perusahaan.

Dalam analisanya Miller mengasumsikan bahwa jika tidak adanya pajak, maka pajak perusahaan ($T_C$), pajak perseorangan dari penghasilan saham ($T_S$), pajak perseorangan dari penghasilan obligasi ($T_d$) yaitu semua sama dengan nol (0). Sehingga model Miller akan menjadi

sama dengan model MM tanpa pajak yaitu $V_L = V_U$.

Sementara jika hanya pajak pribadi yang tidak ada, maka hanya pajak perseorangan dari penghasilan saham ($T_S$) dan pajak perseorangan dari penghasilan obligasi ($T_d$) yang sama dengan nol (0). Akibat pada model Miller yaitu sama dengan model MM dengan pajak yaitu $V_L = V_U + T.D$.

Dengan model ini, apakah Miller juga akan menyarankan untuk menggunakan hutang sebanyak-banyaknya seperti model MM dengan pajak ? Miller ternyata lebih hati-hati dalam merekomendasikan hal ini. Miller menyatakan bahwa keuntungan dari penggunaan hutang untuk membiayai perusahaan tergantung dari pajak perusahaan ($T_C$), pajak perseorangan dari penghasilan saham ($T_S$), pajak perseorangan dari penghasilan obligasi ($T_d$), dan jumlah penggunaan hutang oleh perusahaan (D).

Mengingat besarnya pajak untuk *capital gain* biasanya lebih kecil dari pada pajak penghasilan biasa dan bisa dibayar belakangan, maka pajak perseorangan dari penghasilan saham ($T_S$) biasanya lebih kecil dari pada pajak perseorangan dari penghasilan obligasi ($T_d$).

Walaupun sudah adanya perbaikan model Miller ini dibanding dengan model MM, namun ternyata model ini masih mempunyai kelemahan utama yaitu tidak mempertimbangkan adanya risiko kebangkrutan dan biaya *agency*.

**Pendekatan *Trade Off Model.***

Untuk menggunakan hutang sebanyak-banyaknya seperti yang disarankan oleh model MM dengan pajak, perlu dipertimbangkan risiko dari pemakaian hutang

tersebut oleh perusahaan. Pada model MM tanpa pajak sebenarnya MM sudah mempertimbangkan adanya risiko pemakaian hutang oleh perusahaan yang mengakibatkan adanya proses *Arbitrage* oleh investor. Tetapi pada model MM tanpa pajak tersebut, MM masih belum menjelaskan risiko apa yang dipertimbangkan oleh investor.

Model *Trade Off* mencoba menjalaskan adanya faktor risiko kebangkrutan dari perusahaan yang akan mengakibatkan timbulnya biaya-biaya kalau perusahaan harus mengalami kesulitan keuangan (*Financial Distress*). Biaya kesulitan keuangan tersebut bisa berupa biaya untuk menjual aset perusahaan dibawah harga pasar, biaya pengurusan likuidasi perusahaan, maupun biaya atas kekhawatiran pihak manajemen untuk berjaga-jaga agar tidak mengalami kebangkrutan sehingga tidak konsentrasi mengurus operasional perusahaan. Biaya kebangkrutan ini akan semakin meningkat sesuai dengan peningkatan penggunaan hutang oleh perusahaan.

Disamping faktor kebangkrutan yang dimasukkan dalam pertimbangan model *Trade Off* ini, faktor manajer yang kurang serius juga menjadi pertimbangan khusus. Dengan adanya pihak investor, menajemen, dan kriditor, menjadikan adanya hubungan yang saling curiga. Kecurigaan terjadi tertutama antara pemegang saham dengan pihak manajemen. Pihak manajemen diberi kebebasan untuk berhutang untuk membiayai perusahaan, tetapi pemegang saham bisa merasa curiga atas penggunaan dana hutang tersebut untuk membiayai proyek-proyek yang berbahaya. Akibatnya pemegang saham harus selalu memonitor perusahaan, sebaliknya manajemen juga merasa kehilangan kebebasan dalam bergerak. Biaya akibat kehilangan kebebasan dan biaya

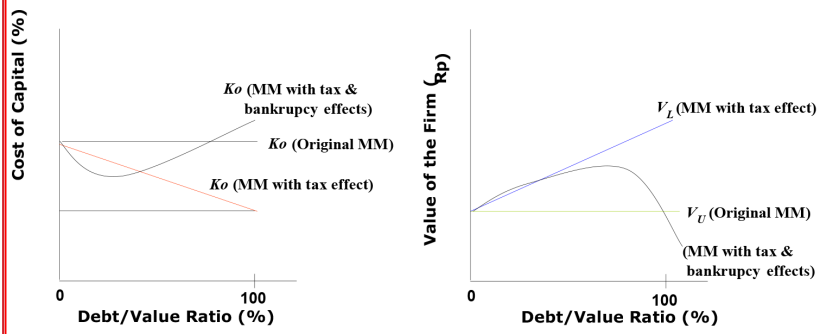
untuk memonitor perusahaan ini yang selalu disebut sebagai biaya agency.

Dengan memasukkan biaya kebangkrutan dan biaya *agency* kedalam model MM dengan pajak maka diperolehlah model baru yaitu model *Trade Off* seperti dibawah ini (Brigham & Daves, 2004) :

$$V_L = V_U + T.D - \{\text{PV of expected cost of financial distress}\} - \{\text{PV of agency costs}\}$$

Dari model diatas terlihat bahwa semakin besar penggunaan hutang akan semakin meningkatkan nilai perusahaan, tetapi di lain pihak peningkatan penggunaan hutang untuk membiayai perusahaan tersebut akan semakin meningkatkan *financial distress* dan *agency cost*. Peningkatan *financial distress* dan *agency cost* akan menjadi lebih besar daripada keuntungan dari penggunaan hutang. Dari sini bisa diartikan bahwa penggunaan hutang baik dan bisa meningkatkan nilai perusahaan, tetapi pada batas tertentu kenaikan pemakaian hutang tersebut justru akan menurunkan nilai perusahaan. Untuk lebih jelasnya bisa dilihat dari Gambar 3.6.

**Gambar 3.6**
**Pengaruh Struktur Modal Pendekatan *Trade Off Model***




Sumber : Block & Hirt (1994,p.339)

Dari gambar terlihat bahwa *trade off model* mengakui adanya pengaruh dari capital structure terhadap nilai perusahaan, nilai perusahaan juga dipengaruhi oleh risiko yaitu *financial distress* dan *agency cost*. Kesimpulan yang paling penting dari model ini adalah bahwa model ini mengakui adanya capital structure yang optimal dimana untuk mendapatkan nilai perusahaan yang maksimum bisa dicapai dengan mendapatkan capital structure yang optimal.

## Pendekatan *Pecking Order Theory*.

Pada pembahasan *trade off* model, banyak dibicarakan cara-cara untuk mendapatkan capital structure yang paling optimum dengan mempertimbangkan pajak serta biaya-biaya yang terkait dengan kebangkrutan (*financial distress*) dan biaya-biaya yang terkait dengan

agency. Semua penjelasan tersebut dibuat dalam rangka untuk mencari capital structure yang paling optimal. Dalam artian perusahaan harus mendapatkan kesimbangan antara pemakaian hutang dengan modal sendiri untuk membiayai perusahaannya. Penggunaan hutang untuk membiayai perusahaan adalah baik dan sangat disarankan untuk meningkatkan nilai perusahaan, tetapi sebaliknya penggunaan hutang yang terlalu banyak justru akan menurunkan nilai perusahaan itu sendiri. Prinsip utama disini adalah berusaha mencari perbandingan *benefit* yang diperoleh dan *cost* yang menjadi pengorbanan. Penambahan hutang akan menambah *benefit* yaitu penghematan pajak akibat membayar bunga, tetapi penambahan hutang melewati atas tertentu justru akan mengakibatkan peningkatan *cost* dari *financial distress* dan *agency cost* yang lebih besar dari pada benefit yang diterima. Pada batas tersebut, perusahaan sudah harus menghentikan penggunaan hutang untuk membiayai perusahaannya.

Pada pendekatan *Pecking order Theory* ini, capital structure yang optimal akan dilihat dari sudut pandang yang berbeda. Menurut Myers sebagai pencetus teori ini, tidak ada capital structure yang optimal, yang ada hanya sumber dana internal dan eksternal saja. Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan sendiri lebih disukai oleh manajer dibanding dengan dana eksternal yang berasal dari hutang. *Pecking order theory* ini memulai teorinya dengan *asymmetric information*, yaitu Myers percaya bahwa terjadi ketimpangan informasi antara manajer perusahaan dengan investor. Investor memiliki informasi yang lebih sedikit tentang perusahaan dibanding dengan manajer perusahaan. Akibatnya sering terjadi perbedaan pandangan terhadap kebijaksanaan yang diambil oleh

manajer perusahaan. Aksi yang diambil oleh investor, sering tidak sesuai dengan harapan manajer investasi. Hal ini bertolak belakang dibanding dengan asumsi yang digunakan oleh MM, yang menyatakan pasar modal berbentuk efisien atau sempurna sehingga informasi yang diperoleh investor sama dengan manajer perusahaan.

Adapun pengertian *pecking order theory* itu sendiri bisa dijelaskan sebagai berikut (Brealey et al., 2008) :

1) Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari internal (*internal finance*), yaitu pendanaan dari hasil operasi perusahaan sendiri yang biayanya lebih murah dibanding dengan hutang.
2) Perusahaan berusaha untuk konsisten dengan target pembagian dividen (*dividend payout ratio*) untuk kepentingan investasi di masa yang akan datang. Perusahaan selalu menghindari adanya perubahan secara mendadak terhadap kebijakan dividen ini.
3) Dengan kebijakan dividen yang ketat atau konsisten, disertai dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang sulit di prediksi terlebih dahulu, mengakibatkan *cash flow* internal kadang-kadang terjadi kelebihan dan kadang-kadang terjadi kekurangan. Pada saat kelebihan *cash flow* internal, perusahaan cenderung menggunakan dana tersebut untuk membayar hutang atau menginvestasikan pada surat berharga. Sebaliknya jika terjadi kekurangan dana, perusahaan akan mengurangi saldo kas atau menjual surat berharga yang dimiliki.
4) Jika dibutuhkan pendanaan dari luar perusahaan (*external finance*), perusahaan akan mencari sumber dana yang paling aman terlebih dahulu. Yaitu dimulai

dari dengan hutang melalui obligasi, kemudian diikuti dengan sekuritas yang bersifat opsi seperti *convertible bond*, baru selanjutnya menerbitkan saham baru sebagai solusi terakhir.

Dari penjelasan diatas terlihat bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan dari dalam (*internal finance*) dibanding dengan pendanaan yang berasal dari luar (*external finance*). Hal ini bisa menunjukkan alasan perusahaan-perusahaan besar yang *profitable* lebih cenderung bersifat konservatif dalam menggunakan hutang untuk operasi perusahaannya. Sementara untuk perusahaan yang kurang *profitable*, akan cenderung tetap menggunakan sumber dana internal terlebih dahulu baru kemudian menutupi kekurangan dengan melakukan pinjaman dalam bentuk hutang. Mereka kurang berminat untuk segera menambah saham baru untuk membiayai perusahaan atas kekurangan dana tersebut. Hal ini dilakukan untuk mengurangi tersebarnya informasi internal perusahaan kepada khalayak ramai sehingga menjadi sorotan publik jika menerbitkan saham baru. Dari sudut inilah *pecking order theory* menyatakan bahwa pasar tidak akan efisien atau akan terjadi ketimpangan informasi tentang perusahaan antara manajer perusahaan dengan investor.

Ada kecenderungan perusahaan untuk menambah hutang dibanding dengan menambah saham baru (Myers, 1984). Hal ini terjadi akibat biaya emisi menerbitkan saham baru lebih besar dibanding dengan menerbitkan obligasi. Disamping itu menerbitkan saham baru akan diartikan jelek oleh investor sehingga akan mengakibatkan turunnya harga saham yang sudah ada. Kejadian ini lebih disebabkan oleh ketimpangan informasi atau *asymmetric information*

yang diperoleh investor dengan manajer perusahaan. *Asymmetric information* ini terjadi karena perusahaan yang lebih banyak mempunyai informasi dibanding dengan investor menganggap harga saham saat ini terlalu mahal (*over value*). Dengan perkiraan ini perusahaan berusaha untuk menerbitkan saham baru dengan harga yang sama (karena dianggap lebih menguntungkan). Di lain pihak investor yang tidak mempunyai banyak informasi tentang perusahaan melihat hal ini merupakan signal bahwa sesuai dengan anggapan perusahaan sebelumnya, perusahaan menganggap harga saham saat ini sangat mahal. Sehingga investor akan menawar harga saham tersebut lebih rendah dari pada harga saham saat ini. Oleh karena itu penerbitan saham baru akan mengakibatkan turunnya harga saham yang sudah ada karena ketimpangan informasi tersebut.

## Teori *Free Cash Flow*

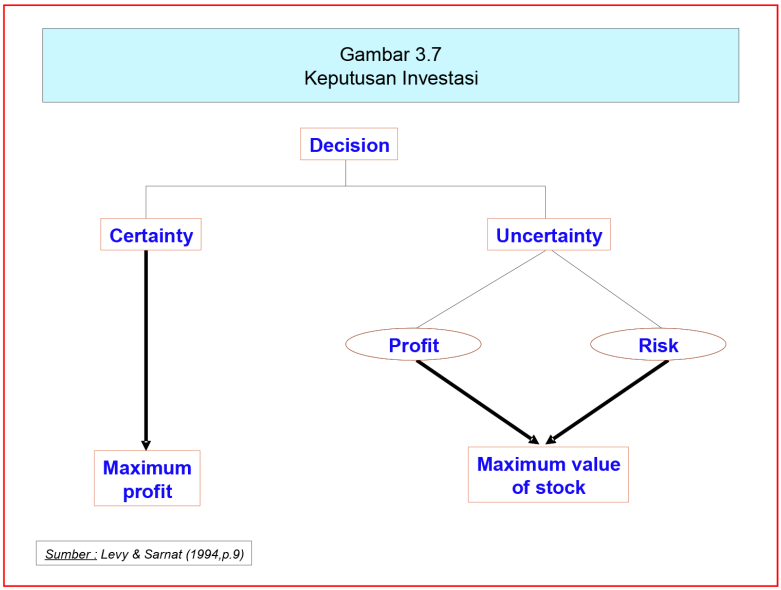
Teori capital structure yang lain adalah teori *free cash flow* (Jensen, 1986) yang menyatakan bahwa manajer yang memiliki *free cash flow* cenderung melakukan investasi yang kurang menguntungkan dari pada dana tersebut dikembalikan kepada pemegang saham. Manajer akan memilih investasi yang dapat mempertahankan pertumbuhan perusahaan, kendati dengan pertumbuhan tersebut tidak akan meningkatkan nilai perusahaan. Pada teori ini pemegang saham memaksa manajer untuk meminjam sebanyak-banyaknya, dengan harapan akan mengurangi biaya agensi dan mendisplinkan manajer dalam mengelolah dana yang ada serta akan memaksa manajer agar bisa melakukan tugasnya dengan lebih produktif sesuai dengan harapan pemegang saham. Dalam hipotesisnya teori ini menyatakan bahwa hutang akan

memotivasi manajemen menjadi lebih efisien sehingga penggunaan sumber daya (aktiva) menjadi lebih produktif.

**Risiko Dalam Capital structure**

Dalam memutuskan besarnya proporsi besarnya hutang dan modal, perlu dipertimbangkan adanya risiko yang melekat pada keputusan tersebut. Model MM, gagal memprediksi pengaruh capital structure terhadap nilai perusahaan juga disebabkan adanya risiko. Secara umum, risiko bisa diartikan adanya variabilitas dari pendapatan yang diharapkan dimasa yang akan datang. Risiko muncul karena dimasa depan tidak bisa diprediksi dengan pasti. Jadi dalam mengambil keputusan seorang manajer keuangan harus bisa memilah keputusan yang pasti dan keputusan yang mengandung ketidakpastian (risk) agar tujuan untuk memaksimumkan kemakmuran pemegang saham. Gambar 3.7 menunjukkan hal tersebut. Pada Gambar 2.6 jelas terlihat bahwa setiap keputusan terdiri hal yang pasti dan yang tidak pasti. Hal yang pasti akan menghasilkan keuntungan maksimum sedangkan keputusan yang tidak pasti akan menghasilkan nilai saham yang maksimum yang akhirnya akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Jika variabilitas pendapatan dimasa yang akan datang menjadi salah satu penentu didalam memutuskan capital structure perusahaan, maka risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan bisa dibagi menjadi dua macam risiko yaitu risiko bisnis (*Business Risk*) dan risiko keuangan (*Financial Risk*).




Risiko bisnis merupakan risiko dari para pemegang saham perusahaan yang akan dihadapi jika perusahaan tidak menggunakan hutang(Brigham & Daves, 2004). Risiko bisnis timbul dari ketidakpastian proyeksi *cash flow* perusahaan dengan kata lain adanya ketidakpastian dari *operating profit* dan investasi. Laba yang diperoleh atas investasi bisa dihitung dengan rumus sebagai berikut (Brigham & Daves, 2004) :

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\textit{Capital}} = \frac{\text{EBIT (1 - T)}}{\textit{Capital}}$$

$$\text{ROIC} = \frac{\text{Net } \textit{income to common stockholders} + \textit{After tax interest payment}}{\textit{Capital}}$$

Dimana :

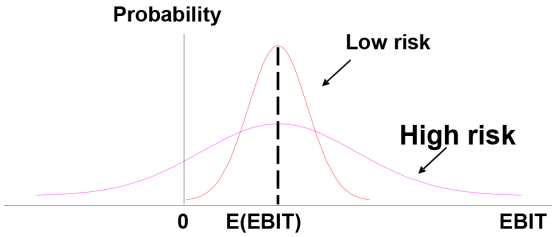
ROIC : Return on Invested Capital.

NOPAT : Net Operating Profit After Taxes

*Capital* : Jumlah modal untuk operasi (*Firm's Capital Requirement*) atau jumlah hutang dan modal sendiri.

*Business risk* bisa diukur dengan standar deviasi ROIC ($\sigma_{ROIC}$). Jika jumlah modal untuk operasi (*Firm's Capital Requirement*) tidak berubah atau stabil, bisa digunakan variabilitas dari EBIT (*Earnings Before Interest and Tax*) atau $\sigma_{EBIT}$ (Brigham & Daves, 2004). Hal ini bisa dilihat dari Gambar 3.8.

**Gambar 3.8**
**What is business risk?**




Sumber : Brigham & Daves (2004)

Dari Gambar 3.8 terlihat bahwa semakin sempit kurva tersebut menunjukkan variabilitas EBIT yang semakin kecil sehingga risiko bisnis yang dihadapi oleh

perusahaan akan semakin kecil (*Low Risk*). Sebaliknya semakin lebar kurva yang ada menunjukkan variabilitas dari EBIT semakin besar sehingga risiko bisnis yang dihadapi oleh perusahaan akan semakin besar (*High Risk*).

Dengan keadaan yang sama sebenarnya ada pendapat yang mengatakan bahwa risiko bisnis bisa diukur dengan variabilitas atau standar deviasi dari ROE atau *return on equity* ($\sigma_{ROE}$) (Atmaja, 2008). Asumsi yang digunakan dalam metode ini adalah perusahaan tidak menggunakan hutang, sementara ROE bisa dihitung dengan cara sebagai berikut (Atmaja, 2008) :

$$ROE = \frac{EAT}{\text{Modal Sendiri}}$$

Dimana :

ROE : *Return on Equity*

EAT : *Earning After Tax*

Risiko bisnis dipengaruhi oleh beberapa faktor sebagai berikut(Brigham & Daves, 2004):

1) *Demand Variability*. Semakin stabil permintaan dari produk perusahaan dan faktor-faktor lainnya dianggap tetap akan semakin kecil risiko bisnis yang akan dihadapi.

2) *Sales Price Variability*. Perusahaan yang produknya dijual pada pasar yang sangat tidak stabil akan mengandung risiko bisnis yang lebih besar dibanding dengan perusahaan yang menjual produknya pada pasar yang stabil.

3) *Input Cost Variability*. Perusahaan yang biaya *input-*

nya tidak pasti akan menghadapi risiko bisnis yang lebih besar.

4) *Ability to adjust output price for changes in input costs.* Sebagian perusahaan lebih mudah merubah harga jual produknya akibat adanya perubahan harga input. Perusahaan jenis ini akan mendapatkan risiko bisnis yang lebih rendah.

5) *Ability to develop new products in a timely, cost effective manner.* Perusahaan yang menggunakan teknologi tinggi untuk memproduksi produknya seperti perusahaan obat-obatan dan komputer memiliki risiko bisnis yang lebih besar.

6) *Foreign Risk Exposure.* Perusahaan yang sebagian besar pasarnya berada pada luar negeri akan menghadapi risiko bisnis yang lebih besar dibanding dengan perusahaan dalam negeri yang menggunakan satu mata uang. Risiko bisnis ini juga akan meningkat jika perusahaan berada pada negeri yang politiknya tidak stabil yang akan timbul *political risk*.

7) *The Extent to which costs are fixed : operating leverage.* Jika sebagian besar biaya perusahaan adalah biaya tetap (*fixed cost*), perusahaan akan mengalami masalah jika permintaan menurun. Risiko yang dihadapi perusahaan ini akan meningkatkan risiko bisnis. Faktor ini juga disebut sebagai *operating leverage*.

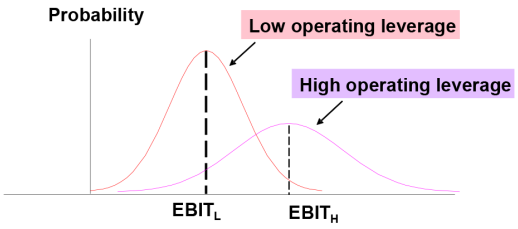
Berbicara mengenai *operating leverage* berarti kita harus bisa mengukur besarnya *degree operating leverage* (DOL) yang bisa diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Block & Hirt, 1994) :

$$DOL = \frac{\textit{Percent Change in Operating Income}}{\textit{Percent Change in Unit Volume}}$$

Dari rumus tersebut bisa dilihat bahwa *operating income* atau EBIT dibandingkan dengan unit penjualan atau volume penjualan. Artinya DOL berguna untuk mengukur sensitivitas dari EBIT akibat perubahan dari volume penjualan. Untuk lebih jelasnya bisa dilihat dari Gambar 3.9.

Dari Gambar 3.9 terlihat bahwa semakin tinggi *Degree operating leverage* (DOL) yang berarti akan mengharapkan semakin tinggi harapan untuk mendapatkan EBIT juga akan menghadapi risiko bisnis yang semakin tinggi. Sebaliknya semakin rendah *degree operating leverage* (DOL), risiko bisnis juga akan semakin kecil, tetapi EBIT yang diharapkan juga akan semakin kecil.

**Tabel 3.9**
**DEGREE OPERATING LEVERAGE (DOL)**




Sumber : Brigham & Davis (2004)

Berbeda dengan risiko bisnis yang menekankan pada asumsi perusahaan tidak menggunakan hutang untuk operasi perusahaan, pada risiko keuangan (*financial risk*), perusahaan baru menghadapi risiko keuangan jika perusahaan berusaha untuk membiayai sebagian operasinya dengan menggunakan hutang. Jika perusahaan menggunakan hutang, perubahan pada EBIT perusahaan akan mengakibatkan adanya perubahan pada pendapatan perlembar saham (EPS). Untuk mengukur besarnya *degree of financial leverage* (DFL) bisa digunakan rumus sebagai berikut(Block & Hirt, 1994):

$$DFL = \frac{\textit{Percent Change in Earning per share}}{\textit{Percent Change in EBIT}}$$

Rumus ini bisa juga diganti sebagai berikut :

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I}$$

*Degree of financial leverage* (DFL) diukur guna mengetahui seberapa sensitif EPS akibat adanya perubahan dari EBIT. Besarnya DFL sangat tergantung dari hutang yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai operasinya. Semakin besar DFL menunjukkan perusahaan menggunakan hutang untuk membiayai operasi yang besar yang seterusnya menunjukkan besarnya risiko keuangan (*financial risk*) yang dihadapi perusahaan.

Dari kedua risiko yang dihadapi oleh perusahaan terlihat bahwa risiko bisnis sangat ditentukan oleh kepastian dari EBIT disamping adanya faktor-faktor dalam bisnis seperti persaingan, operating leverage dan lain-

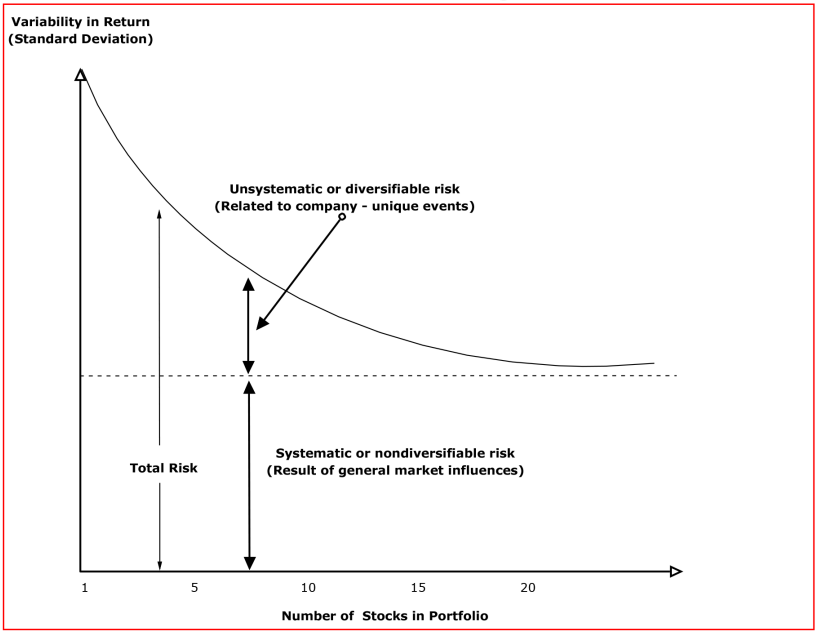
lain. Sementara risiko keuangan akan dipengaruhi oleh besarnya hutang yang digunakan. Akibat dari penggunaan hutang tersebut, secara tidak langsung akan menimbulkan risiko keuangan dan risiko bisnis sekaligus. Ini berarti baik risiko bisnis maupun risiko keuangan sangat berhubungan dengan keputusan capital structure perusahaan.

Selain risiko bisnis dan risiko keuangan, masih dikenal lagi adanya risiko pasar yang juga mempengaruhi kebijakan capital structure. Dalam membahas risiko pasar, kita bisa melihat bahwa risiko disini terbagi dua yaitu risiko yang bisa di diversifikasi (*diversifiable risk*) dan risiko yang tidak bisa di diversifikasi yang biasa disebut risiko pasar (*market risk*). Untuk lebih jelasnya bisa dilihat dari Gambar 3.10.

Dari Gambar 2.9 terlihat bahwa risiko terdiri dari risiko sistimatis yang biasa disebut risiko pasar adalah risiko yang tidak bisa dihilangkan dengan menggunakan diversifikasi (*nondiversifiable risk*). Sementara risiko tidak sistimatis adalah risiko yang masih bisa dikurangi dengan jalan diversifikasi (*diversifiable risk*). Dalam investasi ini investor selalu memegang prinsip agar tidak meletakkan semua telur dalam satu keranjang (*wise investors do not put all their egg into just one basket*). Dengan menempatkan pada beberapa keranjang (diversifikasi), diharapkan risiko yang dihadapi akan semakin kecil. Kendati risiko tidak sistimatis ini bisa dikurangi, tetapi risiko ini tidak bisa dihilangkan sama sekali.

**Gambar 3.10**

**Efek dari Ukuran Portfolio dengan Risiko Portfolio**




Penambahan aset atau saham akan bisa mengurangi risiko tidak sistimatis, tetapi selama investasi-investasi tersebut tidak mempunyai koefisien korelasi negatif sempurna, maka fluktuasi return portfolio tidak bisa dihilangkan. Artinya semakin ditambah jenis saham dalam suatu portfolio akan semakin kecil fluktuasi return portfolio tersebut, yang diukur dengan standar deviasi . Namun demikian penurunan tersebut tidak akan mencapai nol, artinya walaupun jenis saham sudah kita tambah sedemikian rupa, tapi standar deviasinya tidak akan hilang sama sekali sehingga kita akan tetap dihadapkan pada suatu risiko . Risiko yang selalu ada dan tidak bisa dihilangkan tersebut adalah risiko sistematis, sedangkan risiko yang bisa dihilangkan dengan diversifikasi disebut

sebagai risiko tidak sistematis. Penjumlahan kedua jenis risiko ini disebut sebagai risiko total. Ini sesuai dengan gambar jenis risiko diatas (Gambar 3.10). Beta ini merupakan risiko yang relevan dalam diversifikasi saham, ini bisa dibuktikan dengan kutipan dari (Elton, Gruber, Brown, & Goetzmann, 2013) :

> **"Earlies we argued that, for very well-diversified portfolios, Beta was the correct measure of a security's risk. For very well-diversified portfolios, nonsystematic risk tends to go to zero and the only relevant risk is systematic risk measured by Beta."**

Karena beta relevan dalam pengukuran, maka perlu diketahui apa sebenarnya beta. Dengan kata lain karena investor tidak suka dengan risiko maka mereka akan selalu berusaha untuk mengurangi risiko. Risiko yang bisa dikurangi akibat diversifikasi disebut risiko tidak sistimatis sementara risiko sistimatis sama sekali tidak bisa dikurangi. Karena risiko sistimatis atau beta tidak bisa dikurangi maka risiko ini yang relevan dalam analisa. Beta merupakan risiko sistematis yang diukur dengan melihat seberapa besarnya sumbangan risiko saham i ($\beta_i$) terhadap risiko seluruh pasar ($\beta_m$). Sehingga beta ini bisa diformulasikan sebagai berikut (Levy & Sarnat, 1998):

$$\hat{\beta}_i = \frac{Cov\,(X_i, X_m)}{\sigma^2_m}$$

atau bisa juga diformulasikan sebagai berikut :

$$\hat{\beta}_i = \frac{\sum_{T=1}^{10} (X_{it} - X_i)(X_{mt} - X_m)}{\sum_{T=1}^{10} (X_{mt} - X_m)^2}$$

Dimana :

$X_{it}$ = *Rate of return* saham *i* pada tahun *t*.
$X_{mt}$ = *Rate of return* portfolio pasar pada tahun *t*.
$\hat{\beta}_i$ = Risiko sistematis saham *i*.

Disini risiko pasar yang digambarkan sebagai beta ($\beta_i$) merupakan elastisitas harga saham perusahaan dibandingkan dengan harga semua saham di pasar (di Indonesia disebut Indeks Harga Saham Gabungan atau IHSG). Jika beta sama dengan 1, berarti jika ada kenaikan IHSG 10%, akan mengakibatkan terjadi kenaikan harga saham perusahaan juga 10%.

**Pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) Pada Capital structure.**

Pendekatan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) berkaitan erat dengan risiko khususnya risiko pasar (ß). Bentuk dasar dari pendekatan CAPM ini adalah hubungan linier antara *return* dari saham individual dengan *stock market return*. Dengan menggunakan analisa regresi linier *least square* bisa dibuat formula sebagai berikut (Block &

Hirt, 1994):

$$K_j = \alpha + \beta Km + e$$

Dimana :

Kj : *Return on individual common stock of company.*

α : *Alpha, the intercept on the Y-axis.*

β : *Beta the coefficient.*

Km : *Return on stock market.*

e : *Error term of regression equation.*

Rumus diatas menggunakan data historis untuk menghitung koefisien beta (β) yang merupakan ukuran *return performance* dari saham berbanding dengan *return performance* dari pasar. Pada formula tersebut *return* saham ditentukan dari *intercept* ditambah dengan beta dikalikan dengan *return market*. Mengingat investor menghadapi risiko yang lebih besar, sehingga mereka menuntut *return* yang lebih besar sebagai premium atas risiko yang dihadapi tersebut yang disebut dengan *market risk premium*. Dari formula dasar tersebut kemudian dikembangkan rumus yang bisa mengakomodir *market risk premium* tersebut sebagai berikut (Block & Hirt, 1994):

$$K_j = R_f + \beta\ (Km - R_f)$$

Dimana :

Kj : *Return on individual common stock of company.*

$R_f$ : *Risk free rate of return.*

β : *Beta the coefficient.*

Km : *Return on stock market.*

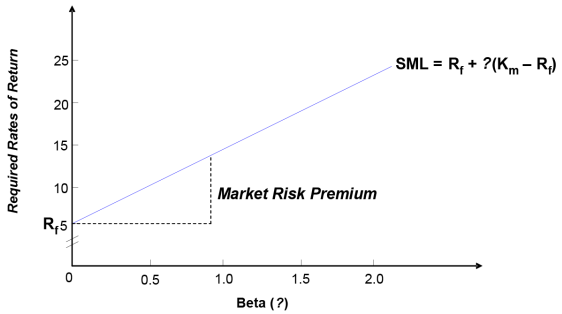
$Km - R_f$ : *Premium or excess return of the market versus the risk free rate.*

β $(Km - R_f)$ : *Expected return above the risk free rate for the stock of company..*

Pada formula diatas masih terdapat beta yang mengukur sensitivitas dari *return* saham pada *return* pasar. Untuk melihat hubungan antara *return* yang diharapkan dengan risiko pasar atau beta bisa dilihat pada Gambar 3.11.

Pada Gambar 3.11 tersebut terlihat adanya hubungan antara risiko pasar (beta) dengan *return* yang diharapkan oleh investor. Dengan menggunakan model CAPM yang kedua ($\mathbf{K_j = R_f + \beta\ (Km\text{-}R_f)}$) diperoleh grafik garis *Security Market Line* (SML). Pada Gambar 2.10 tersebut terlihat grafik tersebut dimulai dari return 5 yang artinya *risk free return* saat itu adalah 5%. Di Amerika yang menjadi *risk free return* adalah T-Bil, sementara di Indonesia yang bisa dijadikan sebagai pedoman *risk free return* adalah SBI (Sertifikat Bank Indonesia). Pada Gambar 3.11 tersebut dianggap *risk free return* adalah 5%, kemudian titik-titik yang ada sepanjang garis tersebut adalah kemungkinan investasi dengan risiko pasar yang lebih besar dan *return* yang lebih tinggi. Semakin tinggi *return* yang diharapkan, akan semakin tinggi juga risiko pasar yang dihadapi. Kelebihan *return* yang diperoleh merupakan premium atas risiko yang akan dihadapi. Namun untuk investor yang alergi dengan risiko sebaiknya dipilih risiko pasar (beta) kurang dari atau sama dengan satu (Block & Hirt, 1994).

Gambar 3.11
**The Security Market Line (SML)**




Sumber : Block & Hirt (1994)

Untuk mengakomodir teori CAPM khususnya dalam kaitan dengan beta terhadap capital structure, Robert Hamada (1972) mencoba menggabungkan antara teori CAPM dengan teori MM dengan pajak. Adapun model yang ditawarkan untuk menghitung $K_{SL}$ (*Cost of equity*) perusahaan yang menggunakan hutang adalah sebagai berikut (Brigham & Daves, 2004) :

$$K_{SL} = \textit{Risk free rate} + \textit{Premium for business risk} + \textit{Premium for financial risk}$$

Yang bisa juga dibuat dengan rumus sebagai berikut :

$$K_{SL} = K_{RF} + (K_M - K_{RF})b_U + (K_M - K_{RF})b_U\ (1 - T)\ (D/S)$$

Dimana :

$K_{SL}$ : *Cost of Equity.*

$K_{RF}$ : *Risk free return.*

$K_M$ : tingkat bunga yang diharapkan dari pasar.

$b_U$ : beta untuk perusahaan yang tidak menggunakan hutang.
T : pajak.
D : proporsi hutang.
S : proporsi modal sendiri.

*Risk free return* ($K_{RF}$) merupakan komponen biaya modal yang diberikan kepada pemegang saham sebagai kompensasi atas waktu dari uang yang ditanamkannya (*The Time Value of Money*), sementara komponen premium dari risiko bisnis dan risiko keuangan merupakan tambahan biaya modal yang diberikan kepada pemegang saham atas kesediaannya untuk menanggung risiko yang melekat pada perusahaan. Jika perusahaan tidak menggunakan hutang dalam operasinya (D=0) maka pemegang saham hanya akan mendapatkan tambahan kompensasi atas risiko bisnis saja.

Seperti pembahasan sebelumnya tentang rumus SML sebagai berikut :

$$\mathbf{K_j = R_f + \beta\ (Km\text{-}R_f)}$$

Sedangkan formula Hamada adalah sebagai berikut (Brigham & Daves, 2004):

$$\mathbf{K_{SL} = K_{RF} + (K_M - K_{RF})b_U + (K_M - K_{RF})b_U\ (1 - T)\ (D/S)}$$

Maka

$$\mathbf{K_{RF} + \beta_L\ (K_M - K_{RF}) = K_{RF} + (K_M - K_{RF})\beta_U + (K_M - K_{RF})\beta_U\ (1 - T)\ (D/S)}$$

$$\mathbf{\beta_L\ (K_M - K_{RF}) = (K_M - K_{RF})\beta_U + (K_M - K_{RF})\beta_U\ (1 - T)\ (D/S)}$$

$$\mathbf{\beta_L = \beta_U + \beta_U\ (1 - T)\ (D/S)}$$

$$\mathbf{\beta_L = \beta_U + \{1 + (1 - T)\ (D/S)\}}$$

Jadi berdasarkan asumsi dari M dan CAPM, beta untuk perusahaan yang menggunakan hutang sama dengan beta untuk perusahaan yang tidak menggunakan hutang yang tergantung pada penyesuaian faktor-faktor sebagai berikut :

1) Pajak perusahaan.
2) Jumlah hutang perusahaan.

Yaitu semakin besar tarif pajak, semakin kecil faktor untuk penyesuaian tersebut, sebaliknya semakin besar hutang perusahaan akan semakin besar faktor penyesuaian.

Dalam konteks suatu risiko pasar, risiko bisnis suatu perusahaan diukur dengan *unleverage beta* ($b_U$), risiko total perusahaan diukur dengan *leverage beta* ($b_L$) dan risiko finansial diukur dengan perbedaan $b_U$ dan $b_L$ (Atmaja, 2008).

**Risiko Total = Risiko Bisnis + Risiko Financial**

Dimana :

Risiko Total : $b_L$

Risiko Bisnis : $b_U$

Risiko finansial: $b_L - b_U$

## CAPITAL STRUCTURE DAN VARIABEL YANG MEMPENGARUHINYA

### Capital Structure

Capital structure merupakan dependent variabel yang diukur dengan menggunakan rumus total debt dengan total equity (Debt to Equity ratio). Rumus ini telah digunakan dalam penelitian (Chandra, 2009; Pahuja & Sahi, 2012; Velnampy & Niresh, 2012).

**Profitability ratio**

Dalam penelitian sebelumnya ditemukan adanya kecenderungan perusahaan yang memperoleh laba yang besar akan menggunakan dana internal atau labanya untuk membiayai investasinya. Penggunaan hutang akan menjadi prioritas kedua jika dana internal tidak mencukupi. Hal ini sesuai dengan teori pecking order theory dari Myers. Artinya hubungan profitability ratio dengan capital structure adalah negatif. Penelitian yang memperoleh hasil hubungan negatif tersebut telah ditemukan pada penelitian (Antoniou, Guney, & Paudyal, 2002; Bauer, 2004; Bevan & Danbolt, 2000; Cekrezi, 2013; Hossain & Ali, 2012; Khrawish & Khraiwesh, 2010; Mwangi, Makau, & Kosimbei, 2014; Myers, 1984; Rajan & Zingales, 1995; Sayılgan, Karabacak, & Kucukkocaoglu, 2006; Velnampy & Niresh, 2012).

Penelitian yang dilakukan oleh (Milton & Raviv, 1991) menemukan perusahaan yang mempunyai kemampuan keuangan yang kuat bisa memperoleh akses hutang lebih murah. Artinya perusahaan yang mempunyai profit yang besar akan bisa mendapatkan cost of debt yang lebih murah sehingga penggunaan hutang akan lebih besar. Artinya hubungan antara profitability rasio dengan capital structure adalah positif. Hasil ini juga didukung oleh signaling theory dan trade off theory. Penelitian yang mendukung hubungan positif ditemukan pada penelitian (Milton & Raviv, 1991; Ross, 1977; San & Heng, 2011; Scott, 1977). Dalam penelitian ini dibuat hipotesis yang disesuaikan dengan pecking order theory yaitu negatif.

H1 : Terdapat pengaruh negatif profitability ratio terhadap capital structure.

**Growth Opportunity.**

Sesuai dengan pecking order theory, (Myers, 1984) menemukan perusahaan dengan growth potensial tinggi akan cenderung mengurangi hutang. Artinya semakin tinggi growth opportunity akan semakin rendah capital structure perusahaan. Hal ini berarti hubungan antara growth opportunity dengan capital structure adalah negatif. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian (Akhtar & Oliver, 2009; Bauer, 2004; Buferna & Hodgkinson, 2005; Myers, 1984).

Pada pecking order theory juga mengatakan kebutuhan investasi akan didanai dengan dana internal perusahaan. Namun kebutuhan dana untuk perusahaan yang berkembang tidak akan cukup dibiayai dengan dana internal. Sehingga kebutuhan dana tersebut akan dipenuhi dengan hutang. Artinya semakin berkembang suatu perusahaan akan semakin besar kebutuhan dana yang berasal dari hutang. Hal ini berarti hubungannya adalah positif. Hasil ini pernah ditemui pada penelitian (Hossain & Ali, 2012; Pahuja & Sahi, 2012; Titman & Wessels, 1988).

Dalam penelitian ini dibuat hipotesis yang disesuaikan dengan pecking order theory yaitu negatif.

H2 : Terdapat pengaruh negatif growth opportunity terhadap capital structure.

**Tangibility Fixed Assets.**

(Grossman & Hart, 1982) memberikan ide bagi perusahaan yang mempunyai kolateral sedikit, harus memanfaatkan hutang yang lebih besar untuk memonitor aktivitas manajemen. Hal ini berarti adanya hubungan

negatif antara tangibility fixed assets dengan capital structure. Hasil negatif ini ditemukan oleh (Bauer, 2004; Ebaid, 2009; Fitriya, Abdul, & Muhammad, 2013; Grossman & Hart, 1982; Hossain & Ali, 2012; Sayılgan et al., 2006).

Dalam Trade off theory, faktor financial distress sangat menentukan dalam kebijakan capital structure. Untuk mengurangi risiko tersebut, hutang yang ada perlu didukung dengan jaminan yang memadai. Tangible assets yang banyak akan bisa dijadikan sebagai jaminan hutang. Artinya hubungan antara tangibility fixed assets dengan capital structure adalah positif. Penelitian ini didukung oleh (Akhtar & Oliver, 2009; Antoniou et al., 2002; Bevan & Danbolt, 2002; Buferna & Hodgkinson, 2005; Cekrezi, 2013; Friend & Lang, 1988; Grossman & Hart, 1982; Khrawish & Khraiwesh, 2010; Milton & Raviv, 1991; Rajan & Zingales, 1995; Scott, 1977; Shah & Khan, 2007).

Dalam penelitian ini dibuat hipotesis yaitu negatif.

H3 : Terdapat pengaruh negatif tangibility fixed assets terhadap capital structure.

**Size**

Menurut penelitian yang dilakukan oleh (Rajan & Zingales, 1995) size perusahaan diukur dengan Ln dari sales. Dari hasil penelitian yang dilakukan (Fama & Jensen, 1983) mengatakan berlakunya asymmetric information theory pada perusahaan besar. Penggunaan hutang pada perusahaan besar dikonotasikan sebagai hal yang buruk. Akibatnya perusahaan besar lebih cenderung menggunakan modal sendiri dari pada hutang. Artinya hubungan antara size perusahaan dengan capital structure adalah negatif. Hasil ini didukung oleh penelitian lainnya

yaitu (Fitriya et al., 2013; Pahuja & Sahi, 2012).

Namun hasil sebalikmya diperoleh oleh (Rajan & Zingales, 1995) yang menyatakan perusahaan besar lebih mampu melakukan diversifikasi investasi sehingga tidak mudah mengalami financial distress. Akibatnya cost of capital perusahaan akan lebih murah. Cost of debt yang murah akan mendorong perusahaan untuk melakukan hutang. Artinya penelitian ini mendapatkan hubungan positif antara size dengan capital structure. Penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan (Antoniou et al., 2002; Bauer, 2004; Cekrezi, 2013; Karadeniz, Kandır, Iskenderoglu, & Onal, 2011; Khrawish & Khraiwesh, 2010; Maxwell & Kehinde, 2012; Rajan & Zingales, 1995; Titman & Wessels, 1988).

Dalam penelitian ini dibuat hipotesis yaitu negatif.

H4 : Terdapat pengaruh negatif size terhadap capital structure.

**Dividend Payout Ratio**

Variabel dividen diukur dengan menggunakan rumus dividend pershare dibagi earning pershare. Menurut penelitian yang dilakukan oleh (Myers, 1984) dalam pecking order theory, perusahaan disarankan untuk menetapkan kebijakan dividend berdasarkan expected future investment dan expected cash flow. Dividen yang tinggi akan mengakibatkan sumber dana internal menurun. Penurunan sumber dana internal akan memaksa perusahaan untuk menggunakan sumber dana hutang untuk memenuhi kebutuhan investasi. Artinya terdapat hubungan positif antara dividen dengan capital structure. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian

(Jiang & Jiranyakul, 2013).

Dalam penelitian ini dibuat hipotesis yaitu positif.

H5 : Terdapat pengaruh positif Dividend Payout ratio terhadap capital structure.

**Short Term Debt to Total Assets**

Rasio ini merupakan kemampuan perusahaan dalam membiayai assetnya dengan menggunakan kewajiban jangka pendeknya. Rumus yang digunakan dalam penelitian ini adalah perbandingan hutang jangka pendek dengan total assets. Biasanya digunakan untuk membiayai working capital. Rumus ini telah digunakan dalam penelitian (Khrawish & Khraiwesh, 2010)based on comparing the relationships between Leverage ratio (Lev 1. Menurut trade off theory kemampuan likuiditas yang tinggi akan merefleksikan kemampuan yang lebih besar untuk mendapatkan hutang (Scott, 1977). Oleh sebab itu hubungan antara sort term debt to total assets (STD/TA) dengan capital structure adalah positif.

Dalam penelitian ini dibuat hipotesis yaitu positif.

H6 : Terdapat pengaruh positif STD/TA terhadap capital structure.

# BAB IV

# PASAR MODAL DI INDONESIA

Pasar modal dibentuk untuk alasan ekonomi dan keuangan dimana alasan ekonominya adalah untuk mempertemukan antara orang yang mempunyai uang (investor) dengan perusahaan memerlukan dana untuk melakukan proses produksi. Pertemuan ini diharapkan akan meningkatkan kemakmuran baik bagi pihak yang mempunyai dana maupun pihak yang membutuhkan dana. Sementara alasan keuangan adalah pertemuan antara pihak yang mempunyai dana dan pihak yang membutuhkan dana ini akan membuat pihak yang mempunyai dana bebas untuk memilih bentuk investasi dan institusi yang diharapkan tanpa harus ikut serta memiliki secara langsung perusahaannya. Pihak yang mempunyai dana hanya akan menginvestasikan dananya pada perusahaan yang dianggap menguntungkan, dimana makin besar atau tinggi risiko yang akan dihadapi maka tingkat keuntungan yang diharapkan akan semakin tinggi pula. Jadi karena investor bebas melakukan investasi dimana saja dengan pertimbangan tingkat keuntungan dan risiko mengakibatkan terjadinya alokasi dana yang efisien yang selanjutnya akan membentuk pasar yang efisien.

Pasar modal di Indonesia sebenarnya sudah ada sebelum negara Indonesia lahir yaitu pada masa

pemerintahan kolonial Belanda yang didirikan pada tanggal 14 Desember 1912 dengan nama Vereniging Voor de Effectanhandel di Jakarta. Mengingat perkembangannya yang cukup pesat, pemerintahan kolonial Belanda mulai mendirikan bursa efek di kota-kota lain seperti Surabaya pada tanggal 11 Januari 1925 dan Semarang pada tanggal 1 Agustus 1925.

Karena terjadinya gejolak politik di Eropa, maka pada tahun 1939 pemerintahan kolonial Belanda menutup bursa efek di Surabaya dan Semarang sehingga kegiatan bursa efek dipusatkan di Jakarta. Dengan terjadinya perang dunia II mengakibatkan perekonomian dunia menjadi stagnan, sehingga pemerintahan kolonial Belanda terpaksa menutup bursa efek di Jakarta pada tanggal 10 Mei 1940.

Setelah berdirinya negara Republik Indonesia, maka pada tanggal 1 September 1951 pemerintahan Republik Indonesia kembali membuka bursa efek di Jakarta melalui Undang-Undang darurat nomor 13 tentang Bursa. Undang-undang tersebut kemudian ditetapkan dengan Undang-undang nomor 15 tahun 1952. Namun perjalanan bursa efek di Indonesia kembali mengalami kendala sehingga pada tahun 1956 bursa efek di Indonesia kembali ditutup.

Bursa Efek Jakarta diaktifkan kembali tanggal 10 Agustus 1977 setelah sempat terhenti 20 tahun sejak 1956. Pasar modal di Indonesia yang dibentuk adalah Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan Bursa Efek Surabaya (BES). Pada saat itu BEJ dikelola oleh BAPEPAM (Badan Pelaksana Pasar Modal) suatu badan yang bernaung dibawah Departemen Keuangan. Namun dengan desakan yang semakin kuat agar pasar modal di Indonesia bisa lebih profesional maka pada tanggal 13 Juli 1992 pemerintah melakukan swastanisasi

terhadap BEJ menjadi PT.Bursa Efek Jakarta.

Sejak diresmikan pasar modal Indonesia berkembang dengan pesat, saham yang di-listing semakin banyak hingga tahun 2004 jumlah emiten yang terdaftar sudah mencapai 417 dengan jumlah kapitalisasi pasar sebesar Rp.679.949.070.000.000 (Bapepam, 2004). Dengan semakin aktifnya transaksi saham di pasar modal, investor harus lebih selektif dalam memilih saham yang akan diinvestasikan. Analisa fundamental dan analisa risiko merupakan sebagian cara untuk melihat kinerja saham yang akan dibeli. Perkembangan pasar modal di Indonesia mulai marak sejak dikeluarkannya Pakto 88 pada tanggal 27 Oktober 1988 yang menjadi reformasi dibidang moneter untuk merangsang ekspor non-migas, meningkatkan efisiensi dari Bank komersial, membuat kebijaksanaan moneter lebih efektif, meningkatkan simpanan domestik dan meningkatkan pasar modal. Akibatnya sejak tahun 1988 terdapat peningkatan jumlah emiten secara signifikan. Hal ini terlihat dari perkembangan jumlah emiten dan kapitalisasi pasar pada Tabel 4.1.

Tabel 4.1. Perkembangan Aktivitas Bursa Efek Indonesia

| Tahun | IHSG | Kapitalisasi Pasar | | Perusahaan Tercatat | USD Rate |
|---|---|---|---|---|---|
| | | Miliar Rupiah | Juta Saham | | |
| 1985 | 66,530 | 89 | 58 | 24 | 1.125 |
| 1986 | 69,690 | 94 | 58 | 24 | 1.641 |
| 1987 | 82,580 | 100 | 59 | 24 | 1.650 |
| 1988 | 305,120 | 449 | 73 | 24 | 1.729 |
| 1989 | 399,690 | 4.309 | 433 | 56 | 1.800 |
| 1990 | 417,790 | 14.187 | 1.780 | 123 | 1.901 |

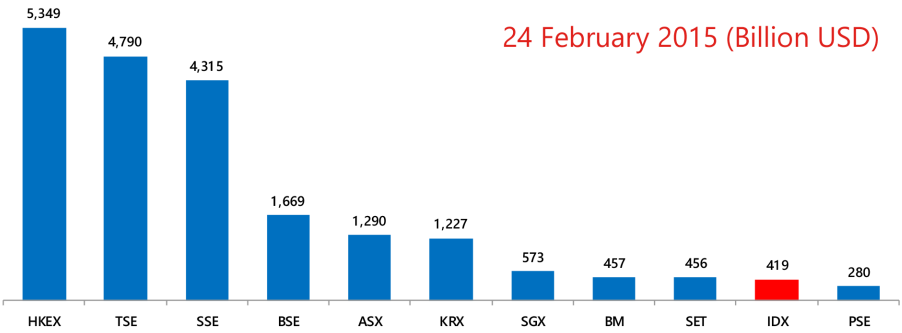
| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 1991 | 247,390 | 16.436 | 3.729 | 139 | 1.994 |
| 1992 | 274,335 | 24.839 | 6.254 | 153 | 2.062 |
| 1993 | 588,765 | 69.300 | 9.787 | 172 | 2.110 |
| 1994 | 469,640 | 103.835 | 23.854 | 217 | 2.200 |
| 1995 | 513,847 | 152.246 | 45.795 | 238 | 2.307 |
| 1996 | 637,432 | 215.026 | 77.241 | 253 | 2.382 |
| 1997 | 401,712 | 159.930 | 135.669 | 282 | 4.650 |
| 1998 | 398,038 | 175.729 | 170.549 | 288 | 8.068 |
| 1999 | 676,919 | 451.815 | 846.131 | 277 | 7.100 |
| 2000 | 416,321 | 259.621 | 1.186.307 | 287 | 9.380 |
| 2001 | 392,036 | 239.259 | 885.241 | 316 | 10.345 |
| 2002 | 424,945 | 268.423 | 939.545 | 331 | 8.905 |
| 2003 | 691,895 | 460.366 | 829.360 | 333 | 8.447 |
| 2004 | 1.000,233 | 679.949 | 656.447 | 331 | 9.355 |
| 2005 | 1.162,635 | 801.253 | 712.985 | 336 | 9.840 |
| 2006 | 1.805,523 | 1.249.074 | 924.489 | 344 | 9.025 |
| 2007 | 2.745,826 | 1.988.326 | 1.128.174 | 383 | 9.419 |
| 2008 | 1.355,408 | 1.076.491 | 1.374.412 | 398 | 10.950 |
| 2009 | 2.534,356 | 2.019.375 | 1.465.655 | 398 | 9.433 |
| 2010 | 3.703,512 | 3.247.097 | 1.894.828 | 420 | 8.978 |
| 2011 | 3.821,992 | 3.537.294 | 2.198.133 | 440 | 9.068 |
| 2012 | 4.316,687 | 4.126.995 | 2.438.408 | 459 | 9.670 |
| 2013 | 4.274,177 | 4.219.020 | 2.827.795 | 483 | 12.270 |
| 2014 | 5.226,947 | 5.228.043 | 3.084.060 | 506 | 12.436 |

*Sumber : (Bursa Efek Indonesia, 2015)*

Dari tabel diatas terlihat jelas perkembangan bursa efek Indonesia sangat pesat. Jumlah emiten yang semakin banyak dan jumlah kapitalisasi pasar yang semakin besar. Dibanding dengan bursa efek di negara lain, perkembangan IHSG cukup meyakinkan. Memang kapitalisasi pasar bursa

efek kita masih relatif kecil dibanding dengan pasar modal negara lain. Kapitalisasi pasar bursa Indonesia hanya lebih tinggi dibanding dengan bursa Philipina. Kapitalisasi pasar bursa Thailand, Malaysia dan Singapore masih lebih tinggi dibanding dengan Indonesia. Hal ini bisa dilihat dari gambar 4.1 di bawah ini.

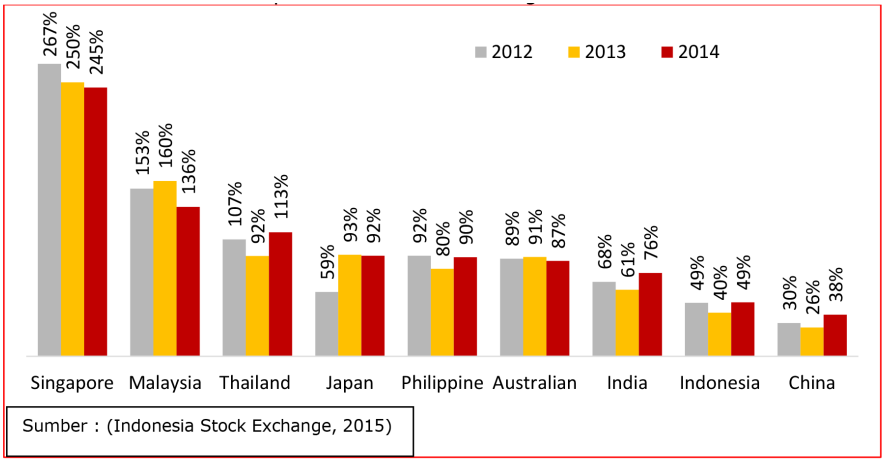
Gambar 4.1. Perbandingan Kapitalisasi Pasar Bursa Dunia




Sumber : (Indonesia Stock Exchange, 2015)

IDX : Indonesia Stock Exchange
KRX : Korea Exchange
SET : Stock Exchange of Thailand
BM : Bursa Malaysia
SGX : Singapore Exchanges
TSE : Tokyo Stock Exchange
HKEX : Hong Kong Exchanges
SSE : Shanghai Stock Exchange
BSE : Mumbai Stock Exchange
ASX : Australia Stock Exchange
PSE : Philippine Stock Exchange

Gambar 4.2 : Rasio Kapitalisasi Pasar Dibanding GDP di Asia




Dari gambar 4.1 dan 4.2 terlihat perkembangan kapitalisasi pasar di Indonesia masih sangat lambat dibanding negara Asia lainnya.

Berbicara mengenai indeks yang ada di Bursa Efek Jakarta, tidak hanya indeks Harga Saham Gabungan saja, tetap masih ada indeks-indeks lain yang terdapat di Bursa Efek Jakarta. Adapun indeks-indeks tersebut adalah sebagai berikut:

1. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), merupakan indeks yang menggambarkan pergerakan seluruh harga saham biasa dan saham preferen yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Indeks ini mulai diberlakukan pada tanggal 1 April 1983 dengan hari dasar perhitungan IHSG adalah tanggal 10 Agustus 1982. pada tanggal tersebut indeks ditetapkan dengan nilai dasar 100 dan saham yang tercatat pada saat itu ada 13 saham.
2. Indeks Sektoral, merupakan bagian dari IHSG.

Semua emiten yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dikategorikan ke dalam sembilan sektor sebagai berikut:

a. Sektor Utama (Industri yang menghasilkan bahan baku) :
   - ✓ Sektor 1. Pertanian.
   - ✓ Sektor 2. Pertambangan.
b. Sektor Kedua (Industri pengolahan / manufaktur) :
   - ✓ Sektor 3. Industri Dasar dan Kimia.
   - ✓ Sektor 4. Aneka Industri.
   - ✓ Sektor 5. Industri Barang Konsumsi.
c. Sektor Ketiga (Jasa) :
   - ✓ Sektor 6. Properti dan Real Estate.
   - ✓ Sektor 7. Transportasi dan Infrastruktur.
   - ✓ Sektor 8. Keuangan.
   - ✓ Sektor 9. Perdagangan, Jasa dan Investasi.

Indeks sektoral diperkenalkan pada tanggal 2 Januari 1996 dengan nilai dasar 100 untuk setiap sektor dan menggunakan hari dasar 28 Desember 1995.

3. Indeks LQ-45, merupakan indeks yang diambil dari 45 saham yang dipilih berdasarkan beberapa kriteria sehingga saham-saham tersebut mempunyai likuiditas yang tinggi dan juga mempertimbangkan kapitalisasi pasar dari saham-saham tersebut. Adapun kriteria-kriteria pemilihan saham LQ-45 ini adalah sebagai berikut :

   a. Masuk dalam top 60 dalam transaksi saham di pasar regular (rata-rata nilai transaksi selama 12 bulan terakhir).

b. Masuk dalam ranking yang didasarkan pada nilai kapitalisasi pasar (rata-rata kapitalisasi pasar selama 12 bulan terakhir).

c. Telah tercatat di Bursa Efek Jakarta sekurang-kurangnya 3 bulan.

d. Kondisi keuangan perusahaan, prospek pertumbuhan perusahaan, frekuensi dan jumlah transaksi di pasar reguler.

Bursa Efek Jakarta akan selalu memantau perkembangan saham-saham yang masuk dalam LQ-45, jika ada saham yang tidak memenuhi kriteria akan dikeluarkan dari indeks dan diganti dengan saham lainnya. Proses evaluasi ini dilakukan selama 6 bulan sekali.

4. Jakarta Islamic Index (JII), merupakan indeks yang dikeluarkan untuk investor yang menginginkan investasi yang sesuai dengan syariah Islam. Indeks ini dikeluarkan pada tanggal 3 Juli 2000 dan sebagai tahun dasar dihitung mundur menjadi 1 Januari 1995. Saham yang masuk dalam indeks ini terdiri dari 30 saham yang diseleksi oleh Dewan Pengawas Syariah PT.Danareksa Investment Management dengan kriteria kegiatan utama emiten yang bertentangan dengan syariah Islam adalah sebagai berikut :

   a. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.

   b. Usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi) termasuk perbankan dan asuransi konvensional.

   c. Usaha yang memproduksi, mendistribusikan serta memperdagangkan makanan dan minuman yang

tergolong haram.

d. Usaha yang memproduksi, mendistribusikan dan / atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral ataupun mudarat.

Untuk masuk dalam indeks ini dilakukan seleksi sebagai berikut :

a. Memilih kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip Syariah dan sudah tercatat lebih dari 3 bulan (kecuali termasuk dalam 10 kapitalisasi besar).

b. Memilih saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahunan terakhir yang memiliki rasio kewajiban terhadap aktiva maksimal sebesar 90%.

c. Memilih 60 saham dari susunan saham diatas berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar terbesar selama satu tahun terakhir.

d. Memilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan reguler selama satu tahun terakhir.

5. Indeks Papan Utama (Main board Index) dan Indeks Papan Pengembang (Development board index). Mulai tanggal 13 Juli 2000 untuk mengembalikan kepercayaan publik kepada bursa melalui implementasi tata kelola yang baik (Good Corporate Governance), Bursa Efek Jakarta membagi saham-saham yang ada ke dalam 2 kategori indeks yaitu Indeks papan utama dan indeks papan pengembang. Perusahaan besar dengan track record yang baik akan dimasukkan ke dalam indeks papan utama sementara perusahaan kecil lainnya

dimasukkan ke dalam indeks papan pengembang. Sebagai hari dasar perhitungan indeks ini digunakan tanggal 28 Desember 2001. Adapun kriteria yang digunakan untuk masuk ke dalam indeks papan utama adalah sebagai berikut :

a. Pernyataan pendaftaran disampaikan ke Bapepam.
b. Masa berdiri (sejak disyahkan oleh Menteri Kehakiman) minimal 3 tahun (36 bulan).
c. Masa beroperasi dalam bidang usaha yang sama selama 3 tahun (36 bulan) berturut-turut.
d. Laporan keuangan diaudit selama 3 tahun terakhir.
e. Opini dari laporan keuangan harus wajar tanpa persyaratan untuk 2 tahun buku terakhir.
f. Nilai aktiva bersih minimal Rp.100 milyar.
g. Pendapatan operasional minimal membukukan laba selama 2 tahun terakhir.
h. Laba sebelum pajak tahun terakhir minimal Rp.20 milyar.
i. Akumulasi laba sebelum pajak minimal Rp.30 milyar untuk 2 tahun terakhir.
j. Arus kas operasional harus positif.
k. Kontribusi bisnis utama minimal 60% dari total pendapatan atau penjualan.
l. Saham yang dimiliki oleh pemegang saham yang bukan merupakan pemegang saham pengendali (minority shareholder) minimal 100 juta saham atau 35% dari modal disetor.
m. Jumlah pemegang saham sekurang-kurangnya 1000 pihak.
n. Harga perdana / harga pasar untuk perusahaan yang

juga tercatat di bursa lain sekurang-kurangnya 100 x harga fraksi (fraksi harga = 1% dari harga =Rp.5).

Sementara kriteria untuk masuk indeks papan pengembang adalah sebagai berikut:

a. Pernyataan pendaftaran disampaikan ke Bapepam.
b. Masa berdiri (sejak disyahkan oleh Menteri Kehakiman) minimal 1 tahun (12 bulan).
c. Masa beroperasi dalam bidang usaha yang sama selama 6 bulan berturut-turut.
d. Laporan keuangan diaudit minimal 12 bulan terakhir.
e. Opini dari laporan keuangan harus wajar tanpa persyaratan untuk 1 tahun buku terakhir.
f. Nilai aktiva bersih minimal Rp.5 milyar.
g. Pendapatan operasional bisa rugi.
h. Saham yang dimiliki oleh pemegang saham yang bukan merupakan pemegang saham pengendali (minority shareholder) minimal 50 juta saham atau 35% dari modal disetor.
i. Jumlah pemegang saham sekurang-kurangnya 500 pihak.
j. Harga perdana / harga pasar untuk perusahaan yang juga tercatat di bursa lain sekurang-kurangnya 20 x harga fraksi (fraksi harga = 5% dari harga =Rp.5).
k. Perjanjian penjaminan emisi dengan komitmen penuh.

Dari begitu banyaknya sektor atau subsektor yang ada di BEJ, dalam penelitian ini mencoba untuk

mengambil semua sektor yang tergabung dalam Indeks LQ-45. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar pada indeks LQ-45 di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2010 sampai tahun 2013. Sampel diambil dari perusahaan yang terdaftar di LQ-45 periode Agustus 2013 sampai Januari 2014. Perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada LQ-45 dianggap sebagai 45 perusahaan yang terbaik dan bisa mewakili semua perusahaan yang ada karena semua sektor terwakili pada daftar tersebut. Disamping itu sesuai dengan sifat dari perusahaan yang terdaftar pada LQ-45 adalah perusahaan-perusahaan pilihan yang liquid dimana kapitalisasi pasar untuk seluruh perusahaan LQ-45 mencapai 74,53% dari kapitalisasi pasar seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (Chandra & Idrus, 2015). Sampel diambil dengan menggunakan *purposive sampling*. Perusahaan harus sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia sejak Januari 2010 sampai Desember 2013. Mengingat adanya perbedaan sifat capital structure untuk perusahaan financial dan banking, maka perusahaan financial dan banking tidak dimasukkan sebagai sampel. Sehingga jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 38 perusahaan. Perusahaan yang terdaftar sebagai sampel adalah perusahaan non financial yang terdistribusi secara merata untuk semua sektor seperti tabel 4.2.

Tabel 4.2. Distribusi Sektor dalam Sampel

| Sector | Frequency |
|---|---|
| Agriculture | 2 |
| Mining | 4 |
| Basic Industry | 4 |
| Miscellaneous Industry | 1 |

| | |
|---|---|
| Customer Goods | 5 |
| Property | 11 |
| Infrastructure | 5 |
| Trade | 6 |
| TOTAL | 38 |

# BAB V

# HASIL STUDI HUTANG DI INDONESIA

Penelitian ini menganalisis periode 2011 sampai 2013. Namun untuk memperjelas trend data dari masing-masing variabel, analisis deskriptif yang dilakukan dimulai dari tahun 2010 sampai tahun 2013.

Tabel 5.1.Descriptive Statistics (Means)

| Variabel | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|---|---|---|
| D E R | **1,07055** | **1,16326** | **1,27191** |
| R O A | **0,13434** | **0,13099** | **0,11649** |
| GROWTH OPPORTUNITY | **0,07883** | **-0,03203** | **-0,02105** |
| TANGIBILITY | **0,25870** | **0,23652** | **0,29325** |
| SIZE | **15,90469** | **16,16290** | **16,33823** |
| D P R | **0,39044** | **0,36452** | **0,15764** |
| STD / TA | **0,22672** | **0,22597** | **0,23993** |

Tabel 5.1 menunjukkan trend data dari semua variabel baik variabel dependen maupun variabel independen. Variabel DER sebagai dependen variabel terlihat adanya penurunan pada tahun 2011 dibanding tahun 2010. Tetapi setelah tahun 2011 variabel DER mengalami peningkatan yang cukup berarti. Ini sesuai dengan data yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia. Variabel ROA justru mengalami kondisi terbalik.rata-rata ROA tahun 2011 mengalami peningkatan dan setelah

tahun 2011 ROA rata-rata perusahaan di Indonesia mengalami penurunan. Kondisi ini juga dialami oleh variabel independen lainnya, kecuali DPPR dan STD/TA.

## Hasil Analisis Regresi

Dari hasil uji asumsi yang dilakukan untuk uji normalitas dan uji heteroskedastisitas , semuanya dinyatakan memenuhi syarat pengujian. Uji normalitas dan uji heterokedastisitas diuji dengan menggunakan grafik.

Hasil uji normalitas untuk tahun 2011-2013 baik masing-masing tahun maupun model semua tahun menunjukkan data merapat pada garis diagonal sehingga bisa dikatakan data berdistribusi normal.

Sementara untuk uji heteroskedastisitas untuk semua model baik tahun 2011-2013 untuk masing-masing atau total. Semua model menunjukkan titik menyebar dan tidak membentuk pola tertentu sehingga bisa dikatakan model analisis tidak ada heteroskedastisitas.

Tabel 5.2.Hasil uji Multikolinieritas, Autokorelasi, Uji F dan Determinasi

| Variabel | Model Penelitian | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2011-2013 |
| **Uji Multikolinieritas (VIF)** | | | | |
| R O A | 1,483 | 1,768 | 3,177 | 1,470 |
| GROWTH OPPORTUNITY | 1,175 | 1,147 | 2,872 | 1,145 |
| TANGIBILITY | 1,263 | 1,576 | 1,400 | 1,343 |
| SIZE | 1,854 | 1,928 | 1,210 | 1,357 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| D P R | 1,744 | 2,401 | 1,117 | 1,266 |
| STD / TA | 1,205 | 1,124 | 1,801 | 1,164 |
| **Uji Autokorelasi** | | | | |
| DURBIN WATSON | 2,132 | 1,799 | 2,010 | 2,044 |
| RUN TEST (Sig.) | | 0,622 | | |
| F test (Sig) | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| Determinasi (Adj. $R^2$) | 0,521 | 0,587 | 0,573 | 0,587 |

Uji Multikolinieritas test diuji dengan menggunakan coefficient variance inflation factor (VIF). Coefficient VIF untuk semua variabel independen dibawah lima. Sehingga bisa dikatakan semua model bebas multikolinieritas. Uji terakhir adalah uji autokorelasi, diuji dengan durbin watson test dan run test. Hasil uji mendapatkan nilai 2,132 (2011), 1,799 (2012), 2,010 (2013) dan 2,044 (2011-2013). hasil menunjukkan hasil durbin watson test lebih besar dari durbin watson upper (1.8065) dan dibawah 4-DU(4-1.8065) kecuali tahun 2012. Namun setelah dilakukan pengujian dengan run test, ternyata hasilnya menunjukkan tidak ada autokorelasi. Artinya semua model hasil uji menunjukkan tidak adanya masalah autokorelasi.

Hasil uji F menunjukkan nilai signifikan adalah 0,000. Nilai ini lebih kecil dibanding dnegan alpha 0,05. Artinya semua model penelitian signifikan. Hal ini berarti bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara variabel penelitian ROA, Growth Opportunity, Tangibility, Size, Dividend Payout R atio dan Short Term Debt /Total Asset dalam menjelaskan pengaruh terhadap capital structure. Sehingga bisa dikatakan bahwa model yang dianalisis layak untuk diteruskan.

Dari hasil determinasi ditemukan bahwa untuk model tahun 2011 didapat hasil 0,521. Ini berarti perubahan-perubahan yang terjadi pada capital structure bisa dijelaskan oleh variabel ROA, Growth Opportunity, Tangibility, Size, Dividend Payout Ratio dan Short Term Debt /Total Asset sebesar 52,1%, sedangkan sisanya yaitu 47,9% harus dijelaskan oleh faktor-faktor lain selain ROA, Growth Opportunity, Tangibility, Size, Dividend Payout Ratio dan Short Term Debt /Total Asset. Ini berarti model untuk tahun 2011 dianggap bagus dan layak untuk dilanjutkan penelitiannya.

Untuk model tahun 2012 ditemukan hasil 0,587. Hasil ini lebih besar dibanding model tahun 2011. Angka ini juga berarti perubahan-perubahan yang terjadi pada capital structure bisa dijelaskan oleh variabel ROA, Growth Opportunity, Tangibility, Size, Dividend Payout Ratio dan Short Term Debt /Total Asset sebesar 58,7%, sedangkan sisanya yaitu 41,3% harus dijelaskan oleh faktor-faktor lain selain ROA, Growth Opportunity, Tangibility, Size, Dividend Payout Ratio dan Short Term Debt /Total Asset. Ini berarti model untuk tahun 2012 dianggap bagus dan layak untuk dilanjutkan penelitiannya.

Model penelitian tahun 2013 mendapatkan hasil determinasi 0,573. Nilai ini berarti perubahan-perubahan yang terjadi pada capital structure bisa dijelaskan oleh variabel ROA, Growth Opportunity, Tangibility, Size, Dividend Payout Ratio dan Short Term Debt /Total Asset sebesar 57,3%, sedangkan sisanya yaitu 42,7% harus dijelaskan oleh faktor-faktor lain selain ROA, Growth Opportunity, Tangibility, Size, Dividend Payout Ratio dan Short Term Debt /Total Asset. Ini berarti model untuk tahun 2013 dianggap bagus dan layak untuk dilanjutkan

penelitiannya.

Jika dilihat dari model total semua tahun (2011-2013), diperoleh nilai determinasi sebesar 0,587. Hasil ini sama dengan hasil model tahun 2012. Angka ini juga berarti perubahan-perubahan yang terjadi pada capital structure bisa dijelaskan oleh variabel ROA, Growth Opportunity, Tangibility, Size, Dividend Payout Ratio dan Short Term Debt /Total Asset sebesar 58,7%, sedangkan sisanya yaitu 41,3% harus dijelaskan oleh faktor-faktor lain selain ROA, Growth Opportunity, Tangibility, Size, Dividend Payout Ratio dan Short Term Debt /Total Asset. Ini berarti model untuk tahun 2011-2013 dianggap bagus dan layak untuk dilanjutkan penelitiannya.

Tabel 5.3. Hasil Uji Hipotesis

| Model | ROA | GO | Tang | Size | DPR | STD/TA |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **2011** | | | | | | |
| Beta Coef. | -0,375 | -0,196 | -0,058 | -0,092 | 0,032 | 0,624 |
| Sig | 0,011 | 0,121 | 0,655 | 0,555 | 0,833 | 0,000 |
| | | | | | | |
| **2012** | | | | | | |
| Beta Coef. | -0,334 | -0,036 | -0,178 | -0,153 | 0,031 | 0,712 |
| Sig | 0,024 | 0,755 | 0,189 | 0,305 | 0,852 | 0,000 |
| | | | | | | |
| **2013** | | | | | | |
| Beta Coef. | -0,603 | 0,018 | -0,285 | -0,214 | -0,022 | 0,986 |
| Sig | 0,004 | 0,924 | 0,032 | 0,081 | 0,851 | 0,000 |
| | | | | | | |
| **2011-2013** | | | | | | |
| Beta Coef. | -0,377 | -0,118 | -0,189 | -0,134 | 0,013 | 0,763 |
| Sig | 0,000 | 0,071 | 0,008 | 0,060 | 0,852 | 0,000 |

Dari hasil uji hipotesis pada tabel 5.3 terlihat hanya variabel ROA dan STD/TA saja yang konsisten hasilnya untuk semua model. Hasil uji ROA menunjukkan nilai signifikansi dibawah 0,05, ini berarti hasil uji hipotesisnya sesuai dengan hipotesis yaitu negatif dan signifikan. Variabel STD/TA juga mendapatkan hasil signifikansi sebesar 0,000 yaitu kecil dari 0,05. Ini juga berarti variabel STD/TA baik model tahun 2011, 2012, 2013 maupun tahun 2011-2013 semuanya mempunyai pengaruh yang poditif dan signifikan. Hasil ini sesuai dengan hipotesis yang sudah dirancang.

Untuk variabel growth opportunity, hasil hiipotesisnya tidak konsisten untuk semua model. Hanya model total (2011-2013) saja yang mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap capital structure pada alpha 10%. Sedangkan untuk model tahun 2011, 2012 dan 2013 masing-masing tidak mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap capital structure. Bahkan pada model tahun 2013, hasil yang diperoleh adalah positif, kendati hasilnya tidak signifikan.

Variabel tangibility secara konsisten menghasilkan arah pengaruh negatif untuk semua model. Namun sangat disayangkan hanya model tahun 2013 dan model total (2011-2013) saja yang mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap capital structure. Sedangkan untuk model tahun 2011 dan tahun 2012 tetap mempunyai pengaruh negatif, namun tidak signifikan pengaruhnya terhadap capital structure.

Variabel size juga secara konsisten memberikan pengaruh negatif terhadap capital structure. Namun hanya model tahun 2013 dan total (2011-2013) saja yang mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap

capital structure. Kendati Signifikan pada alpha 10%, namun hasil ini sudah memadai dalam mempengaruhi capital structure. Tetapi hasil untuk model tahun 2011 dan 2012 tidak menunjukkan hasil yang signifikan, walaupun arah pengaruhnya benar negatif.

Variabel DPR secara konsisten untuk semua model tidak menunjukkan hasil pengaruh yang signifikan terhadap capital structure. Walaupun arah pengaruhnya semuanya positif kecuali model tahun 2013, namun nilai signifikansi yang diperoleh lebih besar dari 10%. Sehingga bisa dikatakan bahwa variabel DPR tidak mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap capital structure.

## Pembahasan Per-variabel

### Profitability Ratio

Hipotesis yang dibentuk untuk variabel profitability (ROA) adalah negatif. Hasil yang diperoleh pada penelitian ini baik model tahun 2011, 2012, 2013 maupun total (2011-2013) adalah negatif signifikan dengan tingkat signifikansi di bawah 5%. Artinya terdapat pengaruh negatif signifikan variabel profitability terhadap capital structure. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Antoniou et al., 2002; Bauer, 2004; Bevan & Danbolt, 2000; Cekrezi, 2013; Hossain & Ali, 2012; Khrawish & Khraiwesh, 2010; Mwangi et al., 2014; Myers, 1984; Rajan & Zingales, 1995; Sayılgan et al., 2006; Velnampy & Niresh, 2012). Dan tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Milton & Raviv, 1991; Ross, 1977; San & Heng, 2011; Scott, 1977). Dari hasil tabel 2 terlihat perusahaan di Indonesia tetap meningkatkan capital structure walaupun

labanya menurun. Hal ini merupakan bentuk kepercayaan manajemen perusahaan akan prospek bisnis Indonesia dimasa yang akan datang. Kebutuhan dana untuk investasi memang dipenuhi dengan sumber dana internal terlebih dahulu. Namun kekurangan dana tersebut mendorong perusahaan menggunakan sumber dana hutang sebagai pilihan kedua. Sementara untuk penerbitan saham baru merupakan pilihan terakhir. Hal ini tercermin dari dana tabel 2 , dimana DER tahun 2012 meningkat dari 1.07055 menjadi 1.16326. peningkatan ini juga terjadi pada tahun 2013 menjadi 1.27191. Besarnya rasio DER yang menggambarkan adanya peningkatan hutang dan penurunan proporsi equity. Hal ini memperkuat temuan (Chandra, 2009) yang menemukan, perusahaan di Indonesia lebih cenderung menggunakan pecking order theory.

**Growth Opportunity**

Growth opportunity dihipotesiskan berpengaruh negatif terhadap capital structure. Hasil dari penelitian ini untuk model total (2011-2013) menunjukkan hasil negatif signifikan dengan tingkat signifikansi 0.071(tingkat alpha 10%). Artinya disini growth opportunity berpengaruh secara signifikan terhadap capital structure pada alpha 10%. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh (Akhtar & Oliver, 2009; Bauer, 2004; Buferna & Hodgkinson, 2005; Myers, 1984). Hasil ini juga menolak hasil penelitian yang dilakukan oleh (Hossain & Ali, 2012; Pahuja & Sahi, 2012; Titman & Wessels, 1988). Namun hasil uji hipotesis untuk model tahun 2011, 2012 dan 2013 masing-masing tidak menunjukkan hasil yang signifikan. Hal ini berarti efek growth opportunity terhadap capital structure tidak bisa dilihat dalam jangka pendek. Efek growth opportunity

baru kelihatan untuk waktu yang lebih panjang. Penelitian ini juga mendukung pecking order theory.

**Tangibility Fixed Assets**

Hipotesis untuk variabel ini adalah tangibility berpengaruh negatif terhadap capital structure. Hasil yang diperoleh sesuai dengan hipotesis. Tangibility berpengaruh negatif signifikan terhadap capital structure dengan tingkat signifikansi di bawah alpha 5%. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Bauer, 2004; Ebaid, 2009; Fitriya et al., 2013; Grossman & Hart, 1982; Hossain & Ali, 2012; Sayılgan et al., 2006). Dan menolak penelitian yang dilakukan oleh (Akhtar & Oliver, 2009; Antoniou et al., 2002; Bevan & Danbolt, 2002; Buferna & Hodgkinson, 2005; Cekrezi, 2013; Friend & Lang, 1988; Grossman & Hart, 1982; Khrawish & Khraiwesh, 2010; Milton & Raviv, 1991; Rajan & Zingales, 1995; Scott, 1977; Shah & Khan, 2007). Kendati tangibility sempat turun pada tahun 2012, namun capital structure tetap meningkat. Hal ini menunjukkan perusahaan berusaha memanfaatkan peluang untuk menggunakan sumber dana hutang walaupun terjadi penurunan fixed assets sebagai jaminan. Hasil uji hipotesis pada model tahun 2011 dan 2012 tidak menunjukkan hasil yang signifikan. Hal ini berarti untuk jangka pendek agak sulit untuk bisa memprediksi pengaruh tangibility terhadap capital structure. Pengaruh tangibility terhadap capital structure baru terlihat jelas pada model total (2011-2013) dengan tingkat signifikansi yang semakin rendah.

**Size**

Firm size dihipotesiskan berpengaruh negatif terhadap capital structure. Hasil penelitian menunjukkan

adanya pengaruh negatif signifikan terhadap capital structure dengan tingkat signifikansi 0.060 atau alpha 10% dan tidak signifikan untuk alpha 5%. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Fitriya et al., 2013; Pahuja & Sahi, 2012). Penelitian bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh (Antoniou et al., 2002; Bauer, 2004; Cekrezi, 2013; Karadeniz et al., 2011; Khrawish & Khraiwesh, 2010; Maxwell & Kehinde, 2012; Rajan & Zingales, 1995; Titman & Wessels, 1988). Hasil untuk model tahun 2011 dan 2012 size tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap capital structure. Hal ini berarti untuk jangka pendek size belum banyak berperan dalam perubahan capital structure. Perannya akan semakin terlihat untuk jangka waktu yang lebih panjang. Artinya semakin lama akan semakin terasa efek size terhadap capital structure. Hal ini terlihat dari hasil signifikansi yang semakin menurun.

Jika dilihat dari data, memang telah terjadi peningkatan total assets perusahaan secara merata untuk semua perusahaan. Hanya perusahaan KLBF saja yang mengalami penurunan assets. Sedangkan 2 perusahaan mengalami penurunan pada tahun 2012 dan 2 perusahaan mengalami penurunan hanya pada tahun 2013, sedangkan perusahaan lainnya mengalami peningkatan assets secara merata selama 3 tahun. Hal ini tidak terjadi pada capital structure. Kendati secara rata-rata capital structure mengalami peningkatan selama 3 tahun, namun jika diamati lebih rinci, akan terlihat ada 10 perusahaan yang mengalami penurunan capital structure selama 3 tahun. Ada 9 perusahaan yang mengalami penurunan capital structure selama 1 tahun. Artinya peningkatan assets disini dimanfaatkan oleh sebagian perusahaan untuk menambah

capital structure. Namun bagi sebagian perusahaan lagi peningkatan assets digunakan untuk mengurangi hutang untuk menghindari asymmetric information.

**Dividend Payout Ratio (DPR)**

Dividend Payout Ratio (DPR) dihipotesiskan mempunyai pengaruh positif terhadap capital structure. Hasil penelitian untuk semua model, baik model tahun 2011, 2012, 2013 maupun total (2011-2013) yang diperoleh menunjukkan adanya pengaruh positif tetapi tidak signifikan dari DPR terhadap capital structure. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Jiang & Jiranyakul, 2013; Myers, 1984). Walaupun terdapat pengaruh positif, namun hasilnya tidak signifikan. Hal ini disebabkan karena hampir semua perusahaan mengalami penurunan DPR baik untuk tahun 2012 maupun tahun 2013. Penurunan paling dratis terjadi pada tahun 2013 dimana terdapat 22 perusahaan dari 38 perusahaan yang tidak membayar dividend. Sementara capital structure perusahaan secara rata-rata tetap meningkat. Walaupun ada 19 perusahaan yang mengalami penurunan capital structure. Jadi temuan yang menyatakan peningkatan dividend akan meningkatkan capital structure seperti penjelasan pecking order theory, tidak terbukti pada penelitian ini.

**Short Term Debt / Total Assets (STD/TA)**

Hipotesis untuk variabel ini adalah pengaruh positif dari STD/TA terhadap capital structure. Hasil penelitian ini baik untuk model tahun 2011, 2012, 2013 maupun total (2011-2013) menunjukkan hasil adanya pengaruh positif signifikan dari STD/TA terhadap capital structure. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian (Khrawish & Khraiwesh,

2010; Pahuja & Sahi, 2012; Scott, 1977)based on comparing the relationships between Leverage ratio (Lev 1. Hal ini terjadi karena penurunan STD/TA pada beberapa perusahaan juga diikuti oleh penurunan capital structure. Sebaliknya terjadinya peningkatan STD/TA pada beberapa perusahaan juga dibarengi dengan peningkatan capital structure.

# BAB VI

# PENUTUP

Penelitian ini ingin menguji faktor-faktor yang mempengaruhi capital structure. Dari hasil literatur review diperoleh variabel profitability, growth opportunity, tangibility fixed assets, size, dividend payout ratio dan short term debt to total assets. Namun dari hasil pengujian hanya ada profitability dan Short term debt to total assets saja yang mempunyai berperan dalam pengambilan keputusan *financing*. Imbas kedua variabel ini berperan baik untuk jangka pendek maupun jangka panjang. Sementara variabel growth opportunity dan size mempunyai pengaruh yang nyata untuk jangka panjang. Untuk jangka pendek, kurang begitu berperan, kecuali untuk tahun 2013. Sedangkan sisanya dividend payout ratio tidak mempunyai pengaruh yang signifikan. Dividend payout ratio tidak memiliki imbas terhadap keputusan *financing*.

Dengan melihat hasil uji pengaruh profitability ratio dan growth opportunity, ternyata perusahaan di Indonesia masih menganut pecking order theory. Hal ini diperkuat lagi dengan temuan pengaruh positif dari DPR, kendati hasilnya tidak signifikan. Ini sesuai dan memperkuat temuan (Chandra, 2009). Namun dengan melihat hasil size yang menunjukkan negatif signifikan, berarti asymmetric information theory juga berlaku disini. Begitu juga

hasil STD/TA yang positif signifikan merupakan bukti berlakunya trade off theory disini.

Dengan melihat hasil determinasi untuk semua model baik model tahun 2011, 2012, 2013 maupun total (2011-2013) tidak sampai 60%, berarti masih ada lebih dari 40% perlu dijelaskan oleh faktor lainnya. Ini merupakan keterbatasan penelitian yang perlu diteliti kembali oleh peneliti berikutnya. Pengambilan perusahaan LQ-45 memang bisa mewakili perusahaan yang ada di bursa efek Indonesia. Namun dengan bergabungnya sektor yang berbeda, akan menjadikan hasil ini kurang spesifik. Mengingat karakteristik perusahaan antar sektor mempunyai perbedaan-perbedaan. Oleh sebab itu perlu kiranya dilakukan penelitian kembali konsistensi hasil penelitian ini untuk sektor-sektor yang lebih spesifik.

# DAFTAR PUSTAKA


Adiningsih, S., Soesastro, H., Budiman, A., Triaswati, N., & Alisjahbana, A. (2005). *Pemikiran dan Permasalahan Ekonomi di Indonesia dalam setengah Abad Terakhir* (1,2,3,4,5 ed.). Yogyakarta: Penerbit Kanisius.

Akhtar, S., & Oliver, B. (2009). Determinants of Capital Structure for Japanese Multinational and Domestic Corporations. *International Review of Finance*, *9*(1-2), 1–28. http://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2009.01083.x

Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2002). *The Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries* (No. 1.2) (Vol. 1.2). Retrieved from http://webkuliah.unimedia.ac.id/ebook/files/determinant-europe.pdf

Atmaja, L. S. (2008). *Teori dan Praktek Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Andi Offset, Yogyakarta.

Awat, N. J. (1998). *Manajemen Keuangan Pendekatan Matematis*. Jakarta: PT.Gramedia Pustaka Utama.

Bank Indonesia. (2015). *Laporan Perekonomian Indonesia 2014*. Jakarta.

Bank Indonesia, & Ministry of Finance. (2015). *External Debt Statistics of Indonesia*. Jakarta: Ministry of Finance and Bank Indonesia.

Bauer, P. (2004). Determinants of capital structure, Empirical Evidence from the Czech Republic. *Czech Journal of Economics and Finance*, *54*, 1–21.

Bevan, A. a, & Danbolt, J. (2002). *Capital Structure and its Determinants in the United Kingdom: A Decompositional Analysis* (No. 2000/2). *Applied Financial Economics* (Vol. 3). Glasgow. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=233550

Bevan, A. a., & Danbolt, J. (2000). *Dynamics in the determinants of capital structure in the UK* (No. 2000/9). Glasgow. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=233551

Block, S. B., & Hirt, G. A. (1994). *Foundations of Financial Management* (Seventh Ed). United State of America: Richard D. Irwin, Inc.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). *Principles of Corporate Finance* (Ninth Edit). New York, USA: McGraw Hill Companies.

Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2004). *Intermediate Financial Management* (8th ed.). Ohio: South Westen, Thomson Corporation. Retrieved from www.swlearning.com

Buferna, F., & Hodgkinson, L. (2005). *Determinants of capital structure evidence from Libya. Research Paper Series* (Vol. 2005/08). Liverpool. Retrieved from http://www.researchgate.net/profile/Iynn_Hodgkinson/publication/238498700_Determinants_of_Capital_Structure_Evidence_from_Libya/links/00b4952eb6ae2791ce000000.pdf

Bursa Efek Indonesia. (2015). *IDX Quarterly Statistics*. Jakarta.

Cekrezi, A. (2013). Impact of Firm Level Factors on Capital. *European Journal of Sustainable Development*, *2*(4), 135–148.

Chandra, T. (2009). The Effects of Environment Risk, Capital Structure, and Corporate Strategy on Assets

Productivity, Financial Performance and Corporate Value: a Study on Go Public Companies Registered at Jakarta Stock Exchange. *The International Journal of Accounting and Business Society*, *17*(1), 35–53. Retrieved from http://ijabs.ub.ac.id/index.php/ijabs/article/view/120/123

Chandra, T., & Idrus, H. (2015). testing fama and french three factor model within.pdf. *The Social Sciences, Medwell Jurnals*, *10*(4), 499–509. http://doi.org/10.3923/sscience.2015.499.509

Chow, E. H. (1994). Debt rescheduling and the choice between bonds and loans for LDCs' foreign debt. *Open Economies Review*, *5*(2), 139–157. http://doi.org/10.1007/BF01000484

Ebaid, I. E.-S. (2009). The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt. *The Journal of Risk Finance*.

Elton, E. J., Gruber, M. J., Brown, S. J., & Goetzmann, W. N. (2013). *Modern PortfolioTheory and Investment Analysis* (9th Editio). Wiley.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agancy Problems and Residual Claims. *Journal of Law & Economics*, *XXVI*(June 1983), 1–29. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT_ID=94032

Fitriya, F., Abdul, B., & Muhammad, I. (2013). The Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of New Zealand-Listed Firms. *Asian Journal of Finance & Accounting*, *5*(2), 1. http://doi.org/10.5296/ajfa.v5i2.3740

Friend, I., & Lang, H. P. (1988). An empirical test of the impact of managerial self interest on corporate capital structure. *Journal of Finance*, *43*(2), 271–281.

Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1982). *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives* (Vol. I).

Horne, J. C. Van. (1999). *Financial Management and Policy* (Eleventh E). Asoke K.Ghosh, Prentice Hall of India Private Limited.

Hossain, F., & Ali, A. (2012). Impact of Firm Specific Factors on Capital Structure Decision : An Empirical Study of Bangladeshi Companies. *International Journal of Business Research and Management (IJBRM)*, *3*(4), 163–182.

Indonesia Stock Exchange. (2015). Latest Updates on The Indonesia Stock Exchange. Jakarta: Indonesia Stock Exchange.

International Monetary fund. (2015). *World economic outlook (International Monetary Fund)*. Washington, DC: International Monetary Fund, Publication Services. Retrieved from http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/text.pdf

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers Agency Costs of Free Cash Flow , Corporate Finance , and Takeovers. *American Economic Review*, *76*(2), 323–329. http://doi.org/10.2139/ssrn.99580

Jiang, J., & Jiranyakul, K. (2013). Capital Structure, Cost of Debt and Dividend Payout of Firms in New York and Shanghai Stock Exchanges. *International Journal of Economics & Financial Issues (IJEFI)*, *3*(1), 113–121. Retrieved from http://ezproxy.lib.monash.edu.au/login?url=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=86875660&site=ehost-live&scope=site

Karadeniz, E., Kandır, S. Y., Iskenderoglu, O., & Onal, Y. B. (2011). Firm Size and Capital Structure Decisions: Evidence From Turkish Lodging Companies.

*International Journal of Economics and Financial Issues*, *1*(1), 1–11. Retrieved from http://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/3

Khrawish, H. A., & Khraiwesh, A. H. A. (2010). The Determinants of the Capital Structure : Evidence from Jordanian Industrial Companies. *Journal Of King Abdulaziz University: Economics & Administration*, *24*(1), 173–196. http://doi.org/10.4197/Eco.24-1.5

Levy, H., & Sarnat, M. (1998). *Capital Investment & Financial Decisions* (Fifth Edit). Prentice Hall Internatiional (UK) Ltd.

Maxwell, O., & Kehinde, F. (2012). Determinants of Corporate Capital Structure in Nigeria. *International Journal of Economics and Management Sciences*, *1*(10), 81–96.

Milton, H., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*, *46*(1), 297–355. http://doi.org/10.2307/2328697

Mwangi, L. W., Makau, M. S., & Kosimbei, G. (2014). Relationship between Capital Structure and Performance of Non- Financial Companies Listed In the Nairobi Securities Exchange , Kenya. *Global Journal of Contemporary Reseach in Accounting, Auditing and Business Ethics*, *1*(2), 72–90.

Myers, S. C. (1984). Capital Structure Puzzle. *NBER Working Paper*, (1393).

Pahuja, A., & Sahi, A. (2012). Factors Affecting Capital Structure Decisions : Empirical Evidence From Selected Indian Firms. *International Journal of Marketing, Financial Services & Management Reseach*, *1*(3).

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from

International Data. *The Journal of Finance*, *50*(5), 1421–1460.

Ross, S. a. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, *8*(1), 23–40. Retrieved from http://www.jstor.org/stable/3003485

San, O. T., & Heng, T. B. (2011). Capital Structure and Corporate Performance of Malaysian Construction Sector. *Centre for Promoting Ideas*, *1*(2), 28–36.

Sayılgan, G., Karabacak, H., & Kucukkocaoglu, G. (2006). The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure : Evidence from Turkish Panel Data The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure : Evidence from Turkish Panel Data. *Investment Management and Financial Innovations*, *3*(3), 125–139. Retrieved from http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisiselcapstrpaper.pdf

Scott, H. (1977). Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance*, *32*(1), 1–19. Retrieved from http://www.jstor.org/stable/2326898

Shah, A., & Khan, S. (2007). Determinants of Capital Structure : Evidence from Pakistani Panel Data. *International Review of Business Research Papers*, *3*(4), 265–282. http://doi.org/10.1016/S0929-1199(00)00020-1

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, *43*(1), 1–19. http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x

Velnampy, T., & Niresh, J. A. (2012). The Relationship between Capital Structure & Profitability. *Global Journal of Management and Business Research*, *12*(13).

# HUTANG di INDONESIA

**Teddy Chandra**

Buku ini berjudul "Hutang di Indonesia". Ide penulisan buku ini berasal dari fenomena banyaknya perusahaan yang mengalami kebangkrutan pada krisis tahun 1997/1998 di Indonesia. Kebangkrutan perusahaan di Indonesia saat itu lebih banyak disebabkan oleh hutang, terutama hutang luar negeri. Namun pada krisis tahun 2008 ini perusahaan di Indonesia banyak yang selamat. Walaupun banyak perusahaan di Amerika dan Eropa yang mengalami kebangkrutan. Jika dilihat dari data, ternyata hutang perusahaan di Indonesia selalu terjadi peningkatan. Hutang tersebut berasal dari dalam dan luar negeri. Timbul pertanyaan, apa yang mendorong perusahaan di Indonesia melakukan hutang? Buku ini mencoba menjawab pertanyaan besar ini.

ISBN: 978-602-6930-26-2

Zifatama Publishing
Jl. Taman Pondok Jati J3,
Taman Sidoarjo
Telp : 031-7871090
Email : zifatama@gmail.com

9 786026 930262