

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Enam puluh lima tahun telah berlalu sejak Modigliani dan Miller pertama kali memperkenalkan teori struktur modal pada tahun 1958. Dalam periode ini, kita telah menyaksikan perubahan besar dalam nilai perusahaan di seluruh dunia, baik selama fase pertumbuhan maupun resesi (Kumar et al., 2017). Perubahan ini menciptakan berbagai model bisnis dan struktur kepemilikan yang beragam. Hal ini menimbulkan pertanyaan penting: bagaimana hubungan antara struktur modal perusahaan dan faktor-faktor yang menentukannya? Teori struktur modal mana yang paling efektif dalam meningkatkan nilai perusahaan?

Tujuan utama perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan melalui pengelolaan arus kas saat ini dan masa depan. Untuk mencapai ini, perusahaan harus mengelola dana dari pemegang saham untuk menginvestasikannya pada aset yang menguntungkan (Hasan et.al, 2022). Keputusan keuangan perusahaan mencakup pendanaan, investasi dan operasional. Pendanaan merupakan keputusan perusahaan untuk memilih sumber dana, berapa banyak yang bersumber dari utang, berapa banyak yang bersumber dari ekuitas dan juga bagaimana komposisinya. Semakin tinggi jumlah utang akan meningkatkan resiko keuangan perusahaan, karena utang menimbulkan biaya.

Investasi yang kurang optimal dapat meningkatkan risiko keuangan perusahaan. Terlalu banyak utang membuat perusahaan rentan terhadap fluktuasi suku bunga, meningkatkan biaya bunga, dan menurunkan laba bersih. Di sisi lain, terlalu sedikit utang dapat meningkatkan biaya modal karena investor mengharapkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi untuk investasi yang lebih berisiko. Namun, terlalu banyak ekuitas dapat mengurangi fleksibilitas keuangan perusahaan (Brealey et al., 2014).

Struktur modal perusahaan adalah perbandingan antara pembiayaan melalui utang dan ekuitas (Shilpa & Amulya, 2022). Jika perusahaan tidak bisa mengakses modal tambahan dari pasar modal atau pinjaman, mereka kesulitan memperluas operasi atau memasuki pasar baru. Utang dalam struktur modal

berfungsi sebagai leverage untuk meningkatkan *return on equity* (ROE). Ketika perusahaan mengelola dana pinjaman dengan baik, keuntungan, setelah dikurangi bunga, menjadi milik pemegang saham. Oleh karena itu, dalam banyak kasus, utang bisa menjadi berita baik bagi perusahaan. Namun ada batasnya, pada tingkat tertentu utang bisa menjadi beban yang berat (Brealey dan Myers, 2014).

Beberapa studi telah menggarisbawahi bahwa keputusan struktur modal perusahaan tidak hanya dipengaruhi oleh karakteristik internal perusahaan, tetapi juga oleh faktor-faktor eksternal seperti industri dan kondisi spesifik negara. Penelitian yang dilakukan oleh Nejad (2015), Marinšek (2017), Bernardo (2018), Rumeysa Bilgin (2019) dan Usman (2021) memberikan wawasan tentang bagaimana faktor industri dan negara, bersama dengan aspek-aspek perusahaan, memainkan peran penting dalam keputusan struktur modal. Sementara itu, Sinha (2018), Haron (2018), Cahyono (2019), dan Oldeniel (2020) lebih fokus pada analisis peran faktor perusahaan dan industri. Shilpa dan Amulya (2022) membawa perspektif yang lebih luas dengan mengkaji faktor spesifik industri, segmen, dan perusahaan.

Kebaruan penelitian ini terletak pada **pertama**, penelitian ini merupakan penelitian pertama di Indonesia yang menjelajahi pengaruh determinan tingkat perusahaan dan industri terhadap keputusan struktur modal perusahaan. Sebelumnya, studi di Indonesia cenderung mengabaikan peran atribut lingkungan industri dalam keputusan pendanaan struktur modal (Husaeni, 2018; Ramli, 2019; Sutomo, 2020). **Kedua**, variabel pada level perusahaan melibatkan determinan tradisional perusahaan seperti profitabilitas, ukuran perusahaan (*size*), peluang pertumbuhan (*growth*), likuiditas dan jarak kebangkrutan. Jarak kebangkrutan' merupakan variabel yang belum banyak dieksplorasi, meskipun memegang peran penting sebagai salah satu determinan dalam struktur modal. **Ketiga**, penelitian ini juga menganalisis tiga karakteristik penting lingkungan industri, yaitu *munificent*, industri dinamis dan konsentrasi yang jarang dilakukan pada penelitian di Indonesia. *Munificent* menggambarkan kelimpahan dan ketersediaan sumber daya eksternal yang dapat mendukung pertumbuhan organisasi (Andrevski et al., 2014) sedangkan industri dinamis adalah volatilitas perubahan dalam industri yang meningkatkan ketidakpastian prediksi perusahaan (Lewis et al., 2014). Konsentrasi

adalah dominasi beberapa perusahaan dalam suatu industri atau dalam perekonomian (Shughart, 2023).

Keempat, penelitian ini merupakan pengembangan dari riset Kayo dan Kimura (2011) yang berpendapat bahwa evaluasi keputusan struktur modal perlu mempertimbangkan determinan pada level yang lebih tinggi. Sedikitnya penelitian yang menganalisis pengaruh karakteristik lingkungan industri dibandingkan dengan determinan perusahaan dan negara, sehingga perlu diinvestigasi secara empiris (Kayo dan Kimura, 2011). *Hierarchical Linear Modeling* digunakan sebagai teknik untuk mengevaluasi semua level secara simultan, dan pendekatan ini telah diterapkan dalam berbagai penelitian terkait (Shilpa dan Amulya, 2022; Usman et al., 2021; Oldeni et al., 2020; Bilgin, 2019; Bernardo et al., 2018; Sinha, 2018; Marinšek, 2017; Nejad, 2015).

Dalam penelitian ini, variabel dependen diukur menggunakan rasio utang jangka panjang terhadap total aset (DAR). Pemilihan ini didasarkan pada pertimbangan bahwa utang jangka panjang kebanyakan berasal dari dana yang disediakan oleh investor untuk jangka waktu lebih dari satu tahun. Meskipun utang jangka pendek juga bisa berasal dari investor, seperti dalam kasus utang wesel yang jatuh tempo dalam waktu kurang dari satu tahun, penelitian ini memilih untuk tidak memasukkannya dalam analisis. Keputusan ini diambil karena utang jangka pendek lebih sering berkaitan dengan kebutuhan modal kerja dan memiliki karakteristik yang berbeda dibandingkan dengan utang jangka panjang.

Penelitian di bidang keuangan jarang menerapkan *Hierarchical Linear Modeling*, meskipun metode ini menawarkan solusi elegan untuk asumsi independensi observasi yang tidak terpenuhi pada data panel (Marinšek, 2017). Thompson (2011) dalam Marinšek (2017) menyampaikan *Hierarchical Linear Modeling* lebih tepat digunakan daripada teknik regresi lainnya, mengingat perusahaan-perusahaan terkluster dalam industri dan negara, yang menyebabkan ketergantungan lintas-seksi yang tinggi. Penelitian mengenai struktur modal untuk data yang memiliki hierarki atau kelompok umumnya menggunakan *Ordinary Least Square* (OLS) atau regresi data panel. Namun, penggunaan OLS atau regresi data panel dapat menimbulkan *Ecological Fallacy*, yaitu membuat kesimpulan dari data berdasarkan agregat atau rata-rata data. Jika tetap menggunakan OLS atau

regresi data panel, model yang terbentuk dapat mengalami bias (Goldstein, 1995 dalam Meurer, et.al, 2017).

Peneliti mengasumsikan bahwa karakteristik tingkat yang lebih tinggi dapat memengaruhi karakteristik tingkat yang lebih rendah. Sebagai contoh, perusahaan (tingkat rendah) yang beroperasi di lingkungan industri tertentu (tingkat tinggi) memiliki pola perilaku yang serupa dan oleh karena itu akan memiliki rasio *leverage* yang mirip. Oleh karena itu, perusahaan-perusahaan tersebut cenderung memiliki korelasi dalam kluster yang kuat. Perbedaan di antara kluster-klompok dapat diminimalkan oleh *Hierarchical Linier Model* (HLM). HLM mampu mengatasi masalah ekonometrik yang diangkat oleh Fama dan French (2002) dalam Kubota (2018) terkait karakteristik data. Mereka menyatakan bahwa (i) penggunaan regresi *cross-section* mengabaikan korelasi residual antar perusahaan dan (ii) regresi panel menyebabkan masalah residual yang berkorelasi antar tahun.

Kelima, penelitian ini menguji efek tidak langsung *munificent* dan konsentrasi dengan profitabilitas, peluang pertumbuhan dan jarak kebangkrutan terhadap keputusan struktur modal. Sejauh pengetahuan kami, tidak ada studi struktur modal yang mempertimbangkan efek tidak langsung yang lengkap. Dengan menggunakan *Hierarchical Linear Modeling* (HLM), penelitian ini mampu mengevaluasi berbagai efek tidak langsung tersebut secara bersamaan, seperti halnya yang sudah pernah dilakukan Saxena (2022).

Keenam, selain teori *trade off static dan dinamis*, teori *pecking order* dan teori keagenan, penelitian ini menganalisis teori kemampuan dinamis dalam mempersiapkan organisasi atau perusahaan yang siap menghadapi perubahan lingkungan bisnis dengan cepat dan efektif. Misalnya, dalam menghadapi ketidakpastian ekonomi atau persaingan yang meningkat, perusahaan memilih untuk mengurangi penggunaan utang mereka untuk menghindari risiko yang lebih tinggi. Sebaliknya, jika ada peluang pertumbuhan yang besar, mereka memilih untuk mengambil lebih banyak utang untuk mendanai ekspansi. Penelitian mengenai hubungan antara kemampuan dinamis dengan keputusan struktur modal masih minim.

Enam kebaruan dalam penelitian ini menawarkan wawasan yang lebih mendalam dan kontekstual mengenai dinamika di balik keputusan struktur modal

perusahaan, khususnya di Indonesia. Ini mencerminkan keberanian peneliti dalam mengatasi kompleksitas pengaruh kondisi eksternal terhadap strategi keuangan perusahaan. Pendekatan ini tidak hanya meningkatkan pemahaman kita tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, tetapi juga menyoroti pentingnya mempertimbangkan variabel lingkungan industri dalam keputusan struktur modal. Dengan demikian, penelitian ini memberikan kontribusi penting bagi literatur keuangan khususnya di Indonesia.

Berdasarkan latar belakang penelitian, tujuan utama disertasi ini adalah menganalisis pengaruh determinan perusahaan, seperti profitabilitas, ukuran, peluang pertumbuhan, likuiditas, jarak kebangkrutan terhadap keputusan struktur modal perusahaan di Indonesia. Menganalisis pengaruh determinan lingkungan industri, seperti *munificent*, industri dinamis, dan konsentrasi terhadap keputusan struktur modal perusahaan di Indonesia. Menganalisis pengaruh interaksi antara determinan perusahaan dan lingkungan industri terhadap keputusan struktur modal perusahaan di Indonesia. Posisi penelitian ini adalah sebagai pelengkap dan pengembangan dari penelitian-penelitian struktur modal sebelumnya dengan menggunakan metodologi kebaruan yaitu *Hierarchical Linear Modeling*.

Disertasi ini diharapkan memberikan wawasan yang lebih mendalam tentang pilihan struktur modal di Indonesia. Selain itu, diharapkan dapat memberikan kontribusi pada literatur yang mengeksplorasi peran determinan lingkungan industri dalam memengaruhi pilihan struktur modal perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Adapun garis besar disertasi ini adalah sebagai berikut: bab 1 mengenai latar belakang penelitian, *state of the art*, pertanyaan penelitian, rumusan masalah, pembatasan masalah dan tujuan penelitian, Bab 2 terdiri dari tinjauan Pustaka yang membahas teori-teori sehingga hipotesis penelitian dapat dibuat. Selanjutnya bab 3 terdiri dari metodologi penelitian yang membahas tentang data penelitian, formulasi variabel, model *Hierarchical Linear Modeling* pada determinan struktur modal di Indonesia. Bab 4 membahas tentang statistik deskripsi, hasil model *Hierarchical Linear Modeling* pada determinan struktur modal di Indonesia, pembahasan model *Hierarchical Linear Modeling* pada determinan struktur modal di Indonesia, pembahasan model *Hierarchical Linear Modeling* pada determinan struktur modal di Indonesia, *robustness check*. Bab 5 kesimpulan dan saran.

1.2. Pembatasan Penelitian dan Rumusan Masalah

Mengacu pada latar belakang masalah yang telah diuraikan pada bagian sebelumnya, maka penelitian ini membatasi permasalahan pada determinan struktur modal spesifik perusahaan dan lingkungan industri perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan identifikasi masalah yang dipaparkan di atas, maka dapat dirumuskan masalah yang akan dijawab dalam penelitian ini, dengan pendekatan kuantitatif sebagai berikut:

1. Model determinan struktur modal dibatasi pada dua level hierarki:
 - a. level perusahaan (profitabilitas, ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan dan likuiditas, jarak kebangkrutan)
 - b. level industri meliputi *munificent*, industri dinamis dan konsentrasi melalui penerapan *Hierarchical Linear Modeling* (HLM).
2. Penelitian ini menggunakan sampel dari perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia untuk 13 tahun yaitu dari tahun 2010-2022.
3. *Grand theory* dari disertasi ini adalah teori *Pecking order*, teori *Trade off static* dan *trade-off dynamic*. *Middle theory* adalah teori keagenan. *Applied Theory* adalah teori kemampuan dinamis.

Berdasarkan latar belakang penelitian maka perumusan masalah pada penelitian ini adalah:

1. Apakah variabel-variabel level perusahaan, seperti profitabilitas, ukuran, peluang pertumbuhan, likuiditas, jarak kebangkrutan berpengaruh terhadap keputusan struktur modal perusahaan di Indonesia?
2. Apakah variabel-variabel level lingkungan industri, seperti *munificent*, industri dinamis, dan konsentrasi berpengaruh terhadap keputusan struktur modal perusahaan di Indonesia?
3. Apakah terdapat interaksi antara variabel-variabel level perusahaan dan level industri berpengaruh terhadap keputusan struktur modal perusahaan di Indonesia?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah disampaikan pada bagian sebelumnya, maka tujuan penelitian ini adalah:

1. Menganalisis pengaruh variabel-variabel level perusahaan, seperti profitabilitas, ukuran, peluang pertumbuhan, likuiditas, jarak kebangkrutan terhadap keputusan struktur modal perusahaan di Indonesia dengan metode *Hierarchical Linier Model*.
2. Menganalisis pengaruh variabel-variabel level lingkungan industri, seperti *munificent*, industri dinamis, dan konsentrasi terhadap keputusan struktur modal perusahaan di Indonesia *Hierarchical Linier Model*.
3. Menganalisis pengaruh interaksi antara variabel-variabel level perusahaan dan level lingkungan industri terhadap keputusan struktur modal perusahaan di Indonesia *Hierarchical Linier Model*.

1.4. Kegunaan Penelitian

Diharapkan studi ini dapat berkontribusi dalam hal:

1. Kegunaan teoritis
studi ini diharapkan dapat memberikan manfaat di kalangan akademisi dengan mengembangkan pengetahuan dalam bidang ilmu manajemen dan perilaku keuangan. Selain itu, penelitian ini diharapkan mampu menguraikan model determinan struktur modal perusahaan di Indonesia, menjelaskan korelasi antara determinan tertentu dengan keputusan struktur modal perusahaan, mengidentifikasi determinan yang memiliki pengaruh signifikan dalam proses pengambilan keputusan struktur modal perusahaan, memberikan perspektif tentang cara mengukur dan menganalisis determinan tersebut dalam konteks keputusan finansial perusahaan, menjelaskan bagaimana perubahan dalam determinan tertentu dapat memengaruhi keputusan struktur modal perusahaan di masa depan, dan melakukan prediksi terhadap keputusan struktur modal perusahaan pada periode mendatang.
2. Kegunaan metodologis
Penelitian ini diharapkan mampu memberikan kegunaan keilmuan dalam hal pengembangan metodologi penelitian melalui metode, penentuan variabel serta alat analisis yang berbeda.

3. Kegunaan praktis

1) Bagi Pemerintah:

Hasil studi ini dapat dijadikan dasar pertimbangan dan rujukan bagi pemerintah terkait kebijakan sektor industri yang tepat dan memperbaiki regulasi pasar modal sehingga dapat memfasilitasi perusahaan dalam memilih struktur modal yang tepat dan mengurangi risiko sistemik yang terkait dengan penggunaan modal pinjaman yang berlebihan.

2) Bagi investor:

Investor dapat memanfaatkan informasi yang dihasilkan dari hasil penelitian ini sebagai dasar untuk membuat pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi. Hal ini dapat membantu mengurangi risiko investasi, meningkatkan pemahaman mengenai nilai perusahaan, serta memperkuat hubungan antara investor dan perusahaan.

3) Bagi manajer keuangan

Hasil studi ini dapat digunakan sebagai landasan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi, pengembangan strategi investasi yang lebih efektif, dan penguatan hubungan antara investor dan perusahaan.

1.5. State of the Art

State of the art yang tersusun tentang penelitian yang berhubungan dengan Determinan Struktur Modal Pada Perusahaan Dan Industri Di Indonesia dengan *Hierarchical Linear Modeling*. Tujuan *State of the art* dapat memberikan gambaran konsep pengembangan penelitian yang membedakan antara penelitian terdahulu dengan penelitian yang dilaksanakan serta adanya gap teoritik dan gap riset sehingga ditemukan konsep empiris berkenaan kebaruan (*novelty*). *State of the art* menggunakan penjaringan Vosviewer dengan tujuan memvisualisasikan pola jaringan atau *bibliometric* untuk mendapatkan konsep penelitian yang menggambarkan pengklasteran atau *insight*. Tujuannya untuk mengidentifikasi sebanyak tema yang sering dibahas dalam penelitian sebelumnya dan memungkinkan untuk digunakan di penelitian masa depan yang ditunjukkan pada gambar 1.1. di bawah ini.

