

# BAB I PENDAHULUAN

## 1.1 Latar Belakang

Struktur modal merupakan komposisi antara utang dengan ekuitas. Komposisi yang tepat akan mempengaruhi terhadap nilai perusahaan. Sementara (Modigliani, F., Miller, 1958) menyatakan dalam penelitiannya bahwa struktur modal tidak ada relevansinya dengan nilai perusahaan. Namun studi empiris menunjukkan bahwa struktur modal mempengaruhi terhadap nilai perusahaan, termasuk (Modigliani & Miller, 1963) dalam penelitian selanjutnya membuktikan bahwa struktur modal mampu meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian struktur modal mengalami perkembangan dalam dekade terakhir. Terutama penelitian dalam mengidentifikasi faktor determinan struktur modal secara dinamis. Identifikasi dengan teori *Trade-Off* dan Teori *Pecking Order* merupakan teori yang mendominasi karena menurut (Frank & Goyal, 2009) dan (Harris & Roark, 2019) tidak memiliki teori tunggal untuk membantu mengidentifikasi determinan pilihan struktur modal.

Berbagai teori yang sudah mapan dan studi empiris yang sebelumnya diasumsikan bahwa rasio utang dan ekuitas yang diamati merupakan rasio yang optimal. Artinya struktur modal yang diamati pada suatu waktu menunjukkan bahwa struktur modal tersebut adalah optimal. Struktur modal dapat dikatakan optimal jika jumlah utang tidak lebih besar dari modal sendiri. Dengan kata lain utang tidak melebihi dari 50% sumber dana modal sendiri. Berdasarkan konsep cost of capital menjelaskan bahwa struktur modal yang optimal yaitu struktur modal yang dapat meminimumkan biaya rata-rata (average cost of capital). Average cost of capital ini adalah proporsi rata-rata dari masing-masing sumber dana beserta biayanya. Sesuai dengan pendapat Riyanto (2009) Struktur modal optimal adalah struktur modal yang dapat meminimumkan biaya modal rata-rata dan dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

(Cahyaningdyah, 2018) dalam penelitiannya menjelaskan tiga teori utama struktur modal yang sangat berpengaruh yaitu *Trade off theory*, *Pecking Order Theory*, dan *Market Timing*. Perusahaan memilih sumber pendanaannya antara hutang dan ekuitas berdasarkan dari faktor spesifik perusahaan seperti profitabilitas, likuiditas, peluang pertumbuhan, dan juga faktor spesifik negara seperti suku bunga, inflasi, dan pertumbuhan ekonomi.

*Trade off theory* memandang bahwa perusahaan mempunyai struktur modal yang optimal. Pendanaan dari sumber utang perusahaan harus mampu menyeimbangkan keuntungan dan biaya dengan menjaga rasio leverage pada tingkat target yang optimal (Jensen and Meckling 1979). *Pecking Order Theory* muncul adalah sebagai teori alternatif atau teori pelengkap dimana teori ini muncul ketika biaya dari menerbitkan sekuritas beresiko menutup biaya dan benefit yang diajukan oleh *Trade Off Theory*. Teori *Pecking Order* memilih sumber pendanaan berdasarkan tingkat risiko. Ketika risiko itu kecil maka pilihan sumber pendaan menjadi prioritas (Myers & Majluf, 1984). Sementara *Market Timing Theory* (Baker & Wurgler, 2002) menyatakan pemilihan waktu yang tepat untuk menjual atau membeli sahamnya. Ketika pasar menilai harga saham melebihi nilai fundamentalnya maka perusahaan akan menerbitkan saham dan jika pasar menilai harga pasarnya lebih rendah dari harga fundamentalnya maka perusahaan akan menerbitkan hutang. Meyers (2001) menjelaskan bahwa tidak ada teori teori yang konklusif dalam menentukan proporsi antara utang dan equity. Semua teori menyajikan pandangan yang berbeda mengenai factor penentu potensial yang mempengaruhi pilihan struktur modal optimal.

Tujuan utama perusahaan adalah menentukan struktur modal optimal dalam memaksimalkan nilai perusahaan. Penentuan struktur modal optimal secara langsung adalah dengan menentukan nilai perusahaan yang maksimum dan nilai WACC yang minimum. (Wet, 2006) melakukan penelitian dengan membuat skenario porsi utang mulai 0% - 60% pada interval 5%. Hasil penelitiannya menunjukkan pada nilai perusahaan maksimum 6325 juta dan WACC 11.56% porsi hutangnya 35% . Sehingga struktur modal optimalnya berada pada 35% utang dan 65% ekuitas.

Penentuan struktur modal optimal juga didasarkan pada estimasi faktor penentu struktur modalnya seperti faktor karakteristik perusahaan yang berupa profitabilitas dan likuiditas, faktor makro ekonomi yang berupa inflasi, suku bunga, PDB dan juga faktor dari tata kelola perusahaan. Dengan faktor-faktor tersebut perusahaan dapat merancang faktor potensial apa yang menjadi keputusan perusahaan dalam membuat kebijakan struktur modal optimal.

Teori yang mendasari struktur model optimal adalah trade of theory dimana teori ini menyatakan adanya struktur modal optimal. Artinya ada titik tertentu dimana perusahaan memiliki struktur modal yang optimal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Dengan teori dasar ini peneliti membedakan pendekatan analisis struktur modal optimal yaitu dengan statis trade of theory dan dinamis trade of theory. Atau lebih dikenal dengan pendekatan struktur modal statis dan pendekatan struktur modal dinamis.

Pendekatan struktur modal statis menganalisis faktor potensial struktur modal optimal pada satu titik tertentu. Struktur modal statis memberikan gambaran tentang proporsi utang dan ekuitas pada saat analisis dilakukan. Pendekatan ini bersifat lebih statis dan tidak mempertimbangkan perubahan ekonomi atau risiko bisnis pada periode lainnya. Sementara analisis struktur modal dinamis mengevaluasi perubahan struktur modal perusahaan seiring waktu, mencakup faktor-faktor seperti fluktuasi ekonomi, perubahan suku bunga, dan risiko bisnis yang dapat memengaruhi keputusan manajemen terkait struktur modal. Struktur modal dinamis memperhitungkan struktur modal sebelumnya, sehingga perubahan struktur modal saat ini sebagai penyesuaian perusahaan akibat dari adanya perubahan dari faktor eksternal dan internal perusahaan. Sehingga bukan hanya pada titik waktu tertentu saja akan tetapi lebih melihat perbedaan struktur modal pada setiap periode yang diindikasikan oleh adanya perubahan dari faktor penentu struktur modal sebagai perubahan kinerja perusahaan dan faktor keadaan pasar.

Salah satu sektor perusahaan yang mengalami fluktuasi yang tajam selama 10 tahun terakhir mulai tahun 2011 sampai 2022 yaitu sektor kesehatan dan teknologi. Apalagi dalam kurun waktu tersebut terjadi sebuah situasi yang turbulen yaitu tahun 2020 sampai 2022 dimana sektor kesehatan dan teknologi baik jasa maupun produknya sangat dibutuhkan oleh rakyat Indonesia khususnya karena adanya

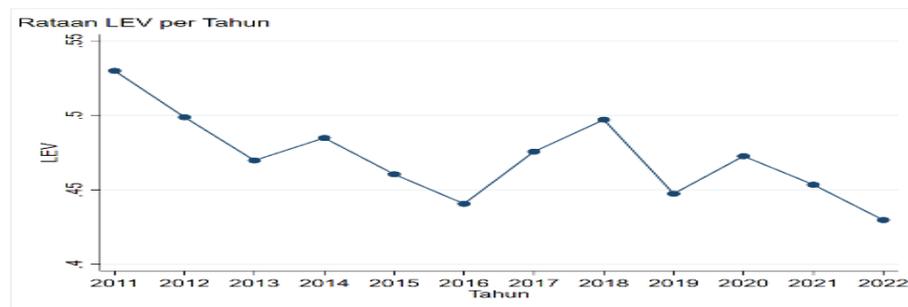
**Euis Bandawaty, 2024**

**PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL DINAMIS DAN DAMPAK KINERJA KEUANGAN TERHADAP KECEPATAN PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL OPTIMAL (Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor Kesehatan Dan Teknologi Indonesia Tahun 2010 - 2022)**

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

pandemi covid 2019. Dengan demikian sektor kesehatan dan teknologi menarik untuk diteliti khususnya yang berkenaan bagaimana respon dalam melakukan penyesuaian struktur modal perusahaan untuk mengambil peluang dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan. (a)

Seperti data rata-rata struktur modal aktual sektor kesehatan dan teknologi Indonesia pada tahun 2011 – 2022 yang ditunjukkan pada gambar 1.1 sebagai berikut:



**Gambar 1. 1**  
**Rata-Rata Struktur Modal Sektor Kesehatan Dan Teknologi**  
**Pada Tahun 2011-2022**

Sumber : Data diolah Peneliti, 2023

Gambar 1.1 menunjukkan rata-rata struktur modal perusahaan sektor teknologi dan kesehatan yang diamati pada tahun 2011-2022. Data tersebut menunjukkan data aktual rata-rata struktur modal yang terjadi pada setiap tahunnya. Pendekatan struktur modal statis mengasumsikan bahwa perbedaan rata-rata struktur modal aktual yang terjadi pada setiap tahunnya terlebih diakibatkan karena ada faktor karakteristis atau faktor makro yang menyebabkan terjadinya perbedaan atruktur modal pada setiap waktunya. Struktur modal statis lebih cenderung menguji apakah pada saat titik tertentu perusahaan cenderung lebih dominan menggunakan utang atau equity.

Pandangan peneliti *struktur modal dinamis* menilai bahwa perbedaan nilai struktur modal aktual karena adanya fenomena yang menunjukkan terjadinya perubahan struktur modal setiap tahunnya. Pada tahun sebelumnya perusahaan menargetkan struktur modal optimalnya untuk tahun yang akan datang. Namun dalam selang perode tersebut terjadi adanya perubahan kondisi pasar dan kondisi

Euis Bandawaty, 2024

**PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL DINAMIS DAN DAMPAK KINERJA KEUANGAN TERHADAP KECEPATAN PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL OPTIMAL (Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor Kesehatan Dan Teknologi Indonesia Tahun 2010 - 2022)**

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

perusahaan sehingga terjadi penyimpangan dari target. Maka respon perusahaan dengan adanya penyimpangan dari target pada saat ini adalah dengan melakukan penyesuaian kembali merubah komposisi menuju struktur modal optimalnya. Dengan demikian dengan mengamati perubahan struktur modal aktual dan perbedaan struktur modal pada setiap periodenya perusahaan akan selalu mengevaluasi perubahan tersebut dengan menyesuaikan melakukan perubahan struktur modal sesuai kebijakan dan tujuan perusahaan dalam memaksimalkan nilai perusahaan.

Studi empiris yang telah melakukan penelitian dengan pendekatan statis adalah Titman dan Wessels (1988) untuk data AS. (Rajan & Zingales, 1995) menguji dengan menggunakan data internasional bahwa leverage berkaitan dengan karakteristik spesifik perusahaan, seperti profitabilitas, peluang investasi, tangibilitas aset, dan volatilitas pendapatan. Namun, seperti yang dikemukakan oleh Heshmati (2001) pendekatan struktur modal statis cenderung tidak mampu menjelaskan fenomena seputar struktur modal aktual perusahaan.

Drobetz & Wanzenried, (2006) mengatakan struktur modal aktual akan menjadi masalah jika perusahaan melakukan penyesuaian terhadap struktur modal optimalnya jika memerlukan biaya penyesuaian yang besar. Ketika ada biaya penyesuaian yang lebih murah maka perusahaan tidak akan sepenuhnya melakukan penyesuaian terhadap target meskipun perusahaan telah menentukan struktur modal optimalnya. Struktur modal statis tidak dapat menangkap penyesuaian dinamis pada rasio utangnya.

Deesomsak et al., (2004) yang meneliti determinan struktur modal di Asia-Pasifik menggunakan data dari Thailand, Malaysia, Singapura dan Australia. Dengan subjek penelitiannya adalah faktor spesifik perusahaan berupa peluang pertumbuhan dan likuiditas. (Frank & Goyal, 2009) melakukan penelitian dengan menggunakan sejumlah besar faktor potensial dalam pemilihan struktur modal. Faktor-faktor tersebut adalah: rasio pasar-ke-buku, aset berwujud, profitabilitas perusahaan, ukuran perusahaan dan inflasi. Faktor penentu tersebut juga telah digunakan dalam penelitian (Paredes Gómez et al., 2016), (Vo, 2017), Khemiri dan Noubbigh (2018), Matemilola et al. (2018), (Li & Islam, 2019), Moradi dan Paulet (2019) dan (Dewi & Ramli Ishak, 2017).

Euis Bandawaty, 2024

**PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL DINAMIS DAN DAMPAK KINERJA KEUANGAN TERHADAP KECEPATAN PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL OPTIMAL (Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor Kesehatan Dan Teknologi Indonesia Tahun 2010 - 2022)**

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

Penelitian sebelumnya juga menunjukkan bahwa determinan struktur modal tidak hanya dipengaruhi faktor spesifik perusahaan tetapi juga oleh faktor spesifik negara (Bancel dan Mittoo, 2004; De Jong et al., 2008). Hasilnya menunjukkan bahwa faktor spesifik perusahaan dan spesifik negara memiliki kekuatan yang signifikan dalam mengidentifikasi struktur modal. Peneliti-penelitian tersebut memberikan sumbangan besar terhadap perkembangan struktur modal statis.

Seiring dengan perkembangan mengenai struktur modal bukan hanya fokus pada struktur modal yang optimal saja dalam penciptaan nilai perusahaan. Semakin pesatnya perkembangan bisnis dalam berbagai hal, maka para pengambil keputusan atau manajer bukan hanya memikirkan struktur modal optimal saja melainkan dapat memecahkan masalah kecepatan respon dalam menentukan struktur modal optimal yang dinilai tepat dalam menghadapi berbagai tantangan situasi bisnis. Berbicara kecepatan respon perubahan struktur modal dikenal dengan konsep Dynamic Capital Struktur Model (Huang & Ritter, 2009 ; Getzmann, Lang, & Spremann, 2010a).

Pendekatan analisis struktur modal dinamis pada gambar 1.1 lebih melihat dari perubahan struktur modal setiap tahunnya. Perbedaan komposisi struktur modal perusahaan misalnya pada tahun 2019 dan pada tahun 2020. Struktur modal dinamis mengindikasikan bahwa struktur modal pada tahun 2020 mengalami kenaikan karena ada perubahan faktor penentu atau faktor eksternal selama periode tersebut dan juga dipengaruhi oleh struktur modal pada tahun 2019. Maka struktur modal pada tahun 2020 mengalami kenaikan sebagai kebijakan perusahaan dari ada perubahan selama periode tersebut. Implikasinya bahwa struktur modal pada tahun 2019 mempengaruhi terhadap keputusan struktur modal pada tahun 2020. Hal ini berlaku untuk setiap dua periode penelitian. Dengan demikian pergerakan ini menunjukkan bahwa perusahaan melakukan penyesuaian secara dinamis.

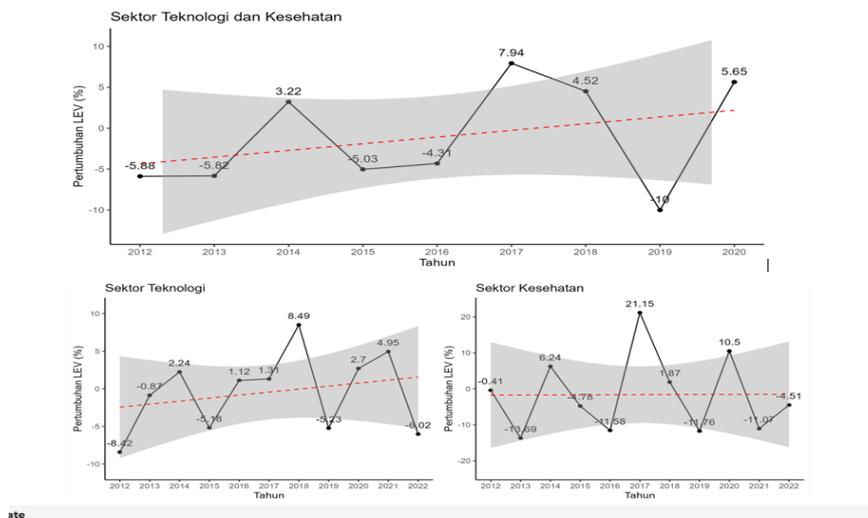
Oleh karena itu, penelitian dengan pendekatan dinamis lebih mempertimbangkan faktor-faktor perubahan dari waktu ke waktu yang diperlukan untuk merinci dinamika sebenarnya dari struktur modal perusahaan. Hal ini dapat memberikan pengembangan yang lebih komprehensif tentang bagaimana perusahaan merespons perubahan lingkungan ekonomi dan faktor-faktor internal dalam menentukan struktur modal perusahaan.

Euis Bandawaty, 2024

**PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL DINAMIS DAN DAMPAK KINERJA KEUANGAN TERHADAP KECEPATAN PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL OPTIMAL (Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor Kesehatan Dan Teknologi Indonesia Tahun 2010 - 2022)**

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

Gambar 1.2 menunjukkan perubahan dari komposisi struktur modal kesehatan dan teknologi. Perubahan pada sektor kesehatan dan perubahan pada sektor teknologi menunjukkan perubahan tren positif. Dengan trend yang mempunyai arah yang sama untuk sektor kesehatan dan sektor teknologi dan trend gabungan sektor kesehatan dan teknologi memberikan gambaran struktur modal dinamis.c



**Gambar 1.2**

**Trend Perubahan Struktur Modal Sektor Kesehatan dan Sektor Teknologi.**  
Sumber : Data diolah Peneliti, 2023

Berdasarkan gambar 1.2 dapat dilihat bahwa struktur modal setiap perusahaan akan senantiasa berubah-ubah yang disebabkan aktivitas perusahaan juga berperilaku dinamis, hal tersebut menyebabkan struktur modal bersifat fleksibel mengikuti perubahan lingkungan bisnis. Oleh sebab itu untuk menjelaskan fenomena dari perubahan struktur modal perusahaan maka digunakanlah suatu model dinamis, dengan ini diharapkan dapat menjelaskan determinan dari struktur modal dan menjelaskan seberapa cepat perusahaan melakukan penyesuaian struktur modalnya. Struktur modal dinamis merespon perubahan dengan melakukan penyesuaian kembali kepada struktur modal optimalnya.

Fischer et al., (1989) merupakan peneliti pertama yang menyederhanakan teori struktur modal dinamis dengan membuat model struktur modal dinamis. Model struktur modal dinamis merupakan gambaran dari teori struktur modal dinamis yang menggambarkan bagaimana struktur modal aktual bisa menyimpang dari struktur modal optimalnya, dan bagaimana perusahaan meresponnya dengan

**Euis Bandawaty, 2024**  
**PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL DINAMIS DAN DAMPAK KINERJA KEUANGAN TERHADAP KECEPATAN PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL OPTIMAL (Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor Kesehatan Dan Teknologi Indonesia Tahun 2010 - 2022)**  
Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

melakukan penyesuaian terhadap struktur modal optimalnya. Model tersebut juga harus mampu menggambarkan bagaimana peran biaya penyesuaian. (Lee et al., 2020) dalam penelitiannya mengatakan bahwa biaya transaksi mempengaruhi dalam penyesuaian menuju struktur modal optimal, karena negara-negara dengan biaya transaksi yang rendah menyeimbangkan kembali struktur modalnya lebih cepat setelah terjadi penyimpangan dari target. Struktur modalnya masih terkendala dengan biaya transaksi yang besar.

Biaya transaksi tampaknya membatasi kelayakan penyeimbangan kembali utang dan kecepatan penyesuaian. Salah satu kontribusi metodologis bahwa tingkat kecepatan penyesuaian struktur modal perusahaan menuju tingkat optimalnya sebagai proksi peran biaya transaksi dalam menentukan tingkat optimal hutang dan struktur ekuitas perusahaan (Getzmann et al., 2014) Ini karena terlepas dari kenyataan bahwa tingkat biaya transaksi yang bervariasi terjadi di dalam atau di luar perusahaan, itu tidak selalu berarti ketidaksempurnaan pasar, sedangkan dari perspektif penyesuaian yang lebih dinamis dan berkelanjutan, biaya transaksi dapat mempengaruhi kecepatan perusahaan menyesuaikan hutangnya, tingkat optimal, dan perusahaan hanya dapat menyesuaikan sebagian rasio hutang mereka (Hovakimian et al., 2001). Dalam hal ini peran biaya transaksi ini sebagai asumsi untuk menginterpretasikan dari nilai percepatan struktur modal.

De Haas & Peeters (2006) meneliti dinamika struktur modal perusahaan Eropa Tengah dan Timur. Model dinamis yang digunakan mengendogenisasi leverage target serta kecepatan penyesuaian. Data yang dianalisis adalah variabel ekonomi mikro untuk sepuluh negara dan hasil temuannya menunjukkan bahwa selama proses transisi, perusahaan umumnya meningkatkan leverage perusahaan, menurunkan simpangan antara leverage aktual dan target. Profitabilitas dan usia perusahaan adalah penentu paling kuat dari target struktur modal.

Drobtz & Wanzenried, (2006) meneliti model penyesuaian dinamis dan metodologi panel digunakan untuk menyelidiki faktor-faktor penentu struktur modal target di Swis yang bervariasi waktu selama tahun 1991-2001. Tujuan penelitiannya menganalisis dampak karakteristik spesifik perusahaan serta faktor ekonomi makro pada kecepatan penyesuaian rasio utang target. Hasilnya

menunjukkan perusahaan yang tumbuh lebih cepat dan jauh dari struktur modal yang optimal menyesuaikan lebih mudah.

Dasman et al., (2021) menguji pengaruh fluktuasi mikroekonomi spesifik perusahaan pada harga bahan baku terhadap kecepatan penyesuaian melalui struktur modal dinamis pada perusahaan tekstil yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2012 dan triwulan II tahun 2020. Faktor-faktor yang menentukan struktur modal target meliputi ukuran perusahaan, berwujud, likuiditas dan peluang pertumbuhan, pemanfaatan aset, serta laba ditahan. Di sisi lain, faktor-faktor yang berkontribusi terhadap kecepatan penyesuaian antara lain ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan, volatilitas laba, pemanfaatan aset, laba ditahan, jarak dengan target, dan pertumbuhan ekonomi. Faktor lain yang juga mempengaruhi kecepatan penyesuaian termasuk fluktuasi harga kapas dan minyak mentah.

Amjed & Shah, (2016) dalam penelitiannya mendukung adanya target struktur modal yang dinamis di Pakistan untuk kelima kelompok industri. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kecepatan penyesuaian struktur modal bervariasi secara signifikan di seluruh sektor industri dan dari waktu ke waktu. Perusahaan-perusahaan di Pakistan menyesuaikan struktur modal ke arah target dinamis mulai dari 23% hingga 46% per tahun untuk sektor perbankan, pertumbuhan ekonomi, dan suku bunga. Penyimpangan dari target struktur modal juga berperan penting dalam kecepatan penyesuaian struktur modal. Namun, hasil empiris gagal untuk memvalidasi pengaruh inflasi dan kapitalisasi pasar terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal.

Fatima Etudaiye-Muhtar & Ahmad, (2015) mengatakan bahwa masalah target struktur modal untuk perusahaan-perusahaan di negara berkembang telah mendapat sedikit perhatian dalam literatur yang ada, terutama negara-negara di Afrika. Mengingat ketidaksempurnaan yang ada di pasar keuangan Afrika yang dapat membatasi akses perusahaan ke modal eksternal, penelitian ini menyelidiki penyesuaian dinamis terhadap rasio utang target. Selain itu, penelitian ini menggunakan teknik estimasi data panel dinamis untuk menentukan biaya penyesuaian dan kecepatan penyesuaian di perusahaan non keuangan di negara-negara Afrika tertentu selama periode 2003-2012. Studi ini menemukan bahwa

perusahaan melakukan penyesuaian dinamis terhadap target struktur modal dengan penyesuaian rendah dan biaya relatif tinggi.

Kythreotis et al., (2017) menyelidiki struktur modal perusahaan yang berbeda dengan menggunakan pendekatan komparatif di negara berkembang (Iran) dan negara maju (Australia). Karakteristik utama perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini terutama didasarkan pada variabel yang digunakan dalam teori Pecking order dan teori Trade-off yaitu tangibility, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan risiko bisnis. Tiga variabel lain termasuk likuiditas, rasio pemanfaatan aset dan kecepatan penyesuaian juga diselidiki. Dua indikator rasio utang total dan rasio utang jangka panjang telah digunakan sebagai indeks leverage perusahaan. Populasi penelitian ini adalah 178 perusahaan Iran yang terdaftar di bursa Iran dan 187 perusahaan Australia yang terdaftar di bursa Australia dari tahun 2009 hingga 2015. Untuk memastikan kekokohan hasil, kecepatan penyesuaian diperkirakan menggunakan GMM dan OLS (dengan efek tetap dan acak). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa teori trade-off dinamis dapat lebih menjelaskan perubahan struktur modal di Iran dan Australia. Hasil penelitian juga mengungkapkan perbedaan yang signifikan dalam faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal di Iran dan Australia.

Penelitian struktur modal dinamis juga mengalami perkembangan dalam mengestimasi parameter dari model struktur modal dinamis. Perkembangan ini karena adanya lag variabel sebagai variabel independent pada model dinamis. Yang diindikasikan adanya korelasi antara variabel lag dengan faktor errornya. Sehingga apabila model ini diestimasi dengan model yang tidak cocok model akan menjadi bias. Penelitian (Jiang et al., 2021) mengestimasi parameternya menggunakan model GMM. (Kythreotis et al., 2017) mengestimasi dengan OLS dan GMM: (Canarella & Miller, 2019) mengestimasi dengan OLS, FE (sebagai estimasi yang tidak cocok digunakan) dan DPF, LSDVC, BCFE, QML, SYS GMM sebagai estimasi yang cocok digunakan pada struktur modal dinamis.

Hasil temuan struktur modal dinamis adalah adanya *Speed Of Adjustment* atau lebih dikenal SOA, yaitu kecepatan penyesuaian untuk kembali pada keseimbangan struktur modal optimal. Kecepatan penyesuaian diakibatkan dari adanya perubahan eksternal dan internal perusahaan. SOA inilah yang menjadi faktor dari adanya

perubahan. SOA ini juga menjadi pembeda dengan model struktur modal statis. Pada Model Struktur modal dinamis, SOA menunjukkan nilai tetap untuk setiap perusahaan dan setiap waktu. Ini menandakan bahwa nilai SOA apapun jenis perusahaan dan pada setiap waktu nilai SOA adalah sama. Sehingga model struktur modal dinamis diasumsikan SOA homogen. Penelitian struktur modal dinamis menunjukkan lebih banyak menggunakan model struktur modal dinamis dengan asumsi kecepatan penyesuaian homogen. Seperti dalam penelitian (Kythreotis et al., 2017); (Fatima Etudaiye-Muhtar & Ahmad, 2015); (Amjed & Shah, 2016) : (Febrianty et al., 2020), (Widodo & Juardi, 2020) : (Dewi & Ramli Ishak, 2017)

Berbeda dengan penelitian (Canarella & Miller, 2019): (Drobetz & Wanzenried, 2006): (Jiang et al., 2021): (Buvanendra et al., 2018) yang tidak setuju apabila nilai SOA dianggap homogen karena tidak realistis. Struktur modal setiap perusahaan dan setiap waktu berbeda. Perbedaan tersebut akan mengarahkan kepada penyesuaian yang berbeda untuk setiap perusahaan dalam kondisi pasar yang berbeda. Maka ini mengarahkan juga pada kecepatan penyesuaian (SOA) yang berbeda bagi setiap perusahaan dan setiap waktu.

Teori trade off struktur modal dinamis menunjukkan bahwa perusahaan mengalami perbedaan dalam biaya penyesuaian dan perusahaan hanya menyesuaikan struktur modalnya ketika biaya penyesuaian diimbangi oleh manfaat penyesuaian. (Fischer et al., 1989) dalam (Canarella & Miller, 2019) mengatakan secara intuitif bahwa kecepatan penyesuaian adalah tidak mungkin sama (heterogen) karena perusahaan yang menghadapi biaya penyesuaian yang lebih tinggi penyesuaian cenderung akan lebih lambat daripada perusahaan yang menghadapi biaya penyesuaian yang lebih rendah. Begitu juga penyesuaian akan berbeda ketika perusahaan mengalami gejolak krisis keuangan. Dengan demikian nilai kecepatan penyesuaian tidak lagi bernilai konstan akan tetapi merupakan fungsi yang di tentukan oleh faktor penentu SOA. Menurut (Drobetz & Wanzenried, 2006) faktor penentu SOA diantaranya adalah faktor spesifik perusahaan.

Drobetz & Wanzenried, (2006) melakukan penelitian di perusahaan Swiss yang menerapkan model dengan SOA yang heterogen. Dengan adanya faktor penentu SOA maka model struktur modal dinamis mengalami perkembangan.

**Euis Bandawaty, 2024**

**PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL DINAMIS DAN DAMPAK KINERJA KEUANGAN TERHADAP KECEPATAN PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL OPTIMAL (Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor Kesehatan Dan Teknologi Indonesia Tahun 2010 - 2022)**

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

Model struktur modal dinamis bukan hanya menganalisis faktor penentu struktur modal optimal dan kecepatan penyesuaian (SOA) juga menganalisis faktor penentu SOA. Dengan demikian struktur modal dinamis ini disebut struktur modal dinamis terintegrasi. (Drobetz & Wanzenried, 2006) dalam penelitiannya menguji model dengan faktor penentu struktur modal optimalnya dengan ukuran perusahaan, tangibilitas, pertumbuhan, dan profitabilitas. Faktor penentu SOA dengan ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan dan jarak struktur modal optimal dan struktur modal aktual. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa model struktur modal terintegrasi bisa diterapkan di perusahaan Swis. Fokus penelitian tersebut adalah untuk menguji faktor penentu SOA maka hasilnya menunjukkan bahwa koefisien dari interaksi ukuran perusahaan dengan lag variabelnya menunjukkan nilai positif artinya ukuran perusahaan memperlambat terhadap kecepatan menuju struktur modal optimal. Sementara pertumbuhan dan jarak mempunyai koefisien negative. Artinya bahwa pertumbuhan dan jarak mempercepat terhadap penyesuaian struktur modal optimal.

Peneliti selanjutnya yang menggunakan model struktur modal dinamis terintegrasi adalah (Canarella & Miller, 2019). Dalam penelitiannya selain menguji model struktur modal dinamis homogen juga menguji struktur model terintegrasi. Faktor penentu struktur modalnya menggunakan pertumbuhan, profitabilitas, ukuran perusahaan, R&D, turnover dan resiko. Sementara faktor penentu percepatannya adalah jarak, pertumbuhan, turnover dan ukuran perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa perusahaan teknologi di Amerika Serikat melakukan penyesuaian untuk menuju struktur modal optimal. Kecepatan penyesuaian tetapnya sebesar 19.3% - 24.5%. Sementara hasil temuan penelitian struktur modal dinamis dengan kecepatan penyesuaian heterogen menunjukkan bahwa jarak, turnover, ukuran perusahaan dan pertumbuhan mempercepat menuju struktur modal optimal. Sementara Risk memperlambat peningkatan terhadap struktur modal optimal.

Penelitian (Jiang et al., 2021) menguji struktur modal terintegrasi pada perusahaan BUMN Cina yang bertujuan menguji efek reformasi kebijakan ekonomi China yang disebut reformasi struktural sisi penawaran (SSSR) terhadap peningkatan kecepatan penyesuaian menuju struktur modal optimal. Salah satu

kebijakan yang diterapkan adalah diterapkannya obligasi dimana di china baru berkembang. Hasilnya menunjukkan bahwa SSSR memberikan efek mempercepat penyesuaian struktur modal optimal dan menunjukkan efektivitasnya dalam mengurangi biaya transaksi yang terkait dengan penyesuaian struktur modal. Penelitian ini menunjukkan bahwa penerapan SSSR tidak secara langsung mengurangi leverage perusahaan; sebaliknya, ini secara efektif meningkatkan kecepatan penyesuaian menuju rasio hutang yang optimal.

Berdasarkan studi empiris tersebut yang menganalisis faktor penentu SOA yang menintegrasikan dengan faktor penentu struktur modal optimal dalam ranah Indonesia belum ada yang meneliti. Penelitian di negara luar Indonesia juga masih terbatas penelitiannya. Oleh karena itu, peneliti merasa perlu untuk mendalami dan menganalisis lebih lanjut melalui sebuah penelitian yang berjudul **“Penyesuaian Struktur Modal Dinamis dan Dampak Kinerja Keuangan Terhadap Kecepatan Penyesuaian Menuju struktur modal optimal : Studi Kasus Sektor Kesehatan dan Teknologi di Indonesia.”**

Penelitian ini bertujuan, **pertama** menguji apakah perusahaan melakukan penyesuaian setelah mengalami penyimpangan dari struktur modal optimalnya. Uji ini dilakukan pada model struktur modal dinamis yang homogen. Model ini digunakan sebagai model untuk menguji faktor penentu struktur modal optimal dengan pendekatan dinamis. Model ini memunculkan lag variabel dan indikator kecepatan penyesuaian yang menangkap adanya fenomena perubahan dari faktor eksternal dan internal perusahaan. Dengan demikian pada model ini peneliti ingin menguji apakah perusahaan melakukan penyesuaian menuju struktur modal optimalnya. Indikator penyesuaian dalam penelitian ini adalah kecepatan penyesuaian yang ditunjukkan oleh Speed Of Adjustment (SOA).

Tujuan **kedua** dalam penelitian ini adalah menguji dampak kinerja keuangan dan krisis terhadap kecepatan penyesuaian menuju struktur modal optimal. Tujuan yang kedua ini akan diujikan pada model struktur modal dinamis dengan asumsi kecepatan penyesuaian adalah heterogen. Model ini dirancang dalam mengidentifikasi struktur modal dinamis, dimana selain kecepatan penyesuaian yang bisa di angkat sebagai indikator yang dianalisis, namun dapat ditunjukkan variabel-variabel yang mempunyai dampak terhadap besarnya kecepatan

penyesuaian perusahaan. Sehingga model struktur modal dinamis dengan kecepatan penyesuaian heterogen adalah suatu model yang dapat menangkap fenomena adanya perubahan variabel eksternal dan internal juga dapat menunjukkan faktor-faktor yang mempunyai dampak dalam mempercepat atau memperlambat kecepatan penyesuaian.

Model struktur modal dinamis dapat diujikan pada perusahaan sektor kesehatan dan teknologi karena dua sektor ini secara alamiah adalah dinamis dipengaruhi oleh sejumlah faktor sehingga perusahaan dituntut dalam penyesuaian struktur modal. Seperti kemajuan teknologi yang cepat, adanya siklus produk yang cepat dan persaingan yang tinggi, adanya faktor regulasi, adanya perubahan dalam preferensi konsumen yang dapat memicu permintaan pasar yang berubah. Dalam mengantisipasi dan merespon perubahan tersebut, perusahaan membutuhkan struktur modal yang memberikan fleksibilitas keuangan. Sehingga penyesuaian dalam perubahan komposisi struktur modal penting dilakukan sebagai evaluasi dari adanya perubahan-perubahan tersebut.

Dengan demikian penelitian ini memberikan gambaran dalam pengembangan model struktur modal dinamis. Studi empiris sebelumnya lebih menekankan pada speed of adjustment yang asumsinya homogen. Dengan demikian dalam penelitian ini mencoba menguji dampak suatu variabel terhadap kecepatan penyesuaian dengan pendekatan Parsial Adjustment Model (PAM). Dengan mengintegrasikan faktor penentu struktur modal optimal dan faktor penentu kecepatan penyesuaian dalam satu model struktur modal dinamis, penelitian ini diharapkan dapat mengisi kesenjangan pengetahuan yang ada dan memberikan kontribusi signifikan terhadap pemahaman tentang dinamika struktur modal perusahaan di konteks Indonesia.

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan (Jiang et al., 2021) ; (Canarella & Miller, 2019); (Drobetz & Wanzenried, 2006) adalah dalam menentukan faktor penentu struktur modal optimalnya dan faktor penentu kecepatan penyesuaiannya. Dalam penelitian disertasi ini, format analisis lebih mendominasi dengan mengacu pada kerangka konseptual yang diusulkan oleh (Canarella & Miller, 2019). Perbedaan dalam disertasi ini terletak pada faktor penentu struktur modal optimal dan faktor penentu SOA. Faktor penentu struktur modal optimal dan faktor penentu SOA adalah sama. Penggunaan faktor penentu

SOA adalah mengkonfirmasi bahwa faktor penentu struktur modal optimal mempunyai efek terhadap kenaikan dan penurunan SOA. Faktor penentu struktur modal optimal pada penelitian ini adalah variabel kinerja keuangan yaitu profitabilitas, likuiditas, peluang pertumbuhan, volatilitas arus kas, volatilitas pendapatan dan juga variabel krisis covid. Faktor-faktor ini sekaligus sebagai faktor penentu kecepatan penyesuaian menuju struktur modal optimal. Sementara penelitian sebelumnya faktor penentu struktur modal dan faktor penentu SOA tidak sama. Hanya sebagian yang sama bahkan sama sekali tidak ada yang sama (Jiang et al., 2021). Faktor penentu struktur modal optimal dan faktor penentu percepatan dijadikan sama ini untuk mempertajam intepretasi SOA.

Pemilihan faktor kinerja keuangan, seperti profitabilitas, peluang pertumbuhan, likuiditas, volatilitas arus kas, dan volatilitas pendapatan, didasarkan pada keyakinan bahwa faktor-faktor ini memiliki peran krusial dalam kondisi apa pun dan bagi setiap perusahaan. Selain itu, masih sebagai keterbaruan dalam penelitian ini memasukkan inklusi variabel dampak krisis COVID-19 menjadi relevan mengingat situasi pada periode penelitian, di mana sektor kesehatan dan teknologi memiliki keberlanjutan dan perkembangan yang signifikan bahkan dalam situasi pandemi. Pada saat perusahaan lain mengalami penurunan sebaliknya sector kesehatan dan teknologi mengalami peningkatan permintaan akan produk yang dijualnya, sehingga perusahaan memerlukan biaya bahan baku dan operasional lebih tinggi. Dengan tingginya permintaan maka biaya yang dibutuhkan perusahaan pun menjadi tinggi, oleh sebab itu pihak manajemen harus segera melakukan penyesuaian percepatan struktur modal. Salah satu cara untuk memenuhi kebutuhan modal perusahaan, maka perusahaan perlu mengubah struktur modalnya dengan memperbanyak pendanaan dari luar perusahaan.

Dengan demikian, penggunaan model struktur modal dinamis yang terintegrasi dan variabel-variabel kinerja yang belum diuji sebelumnya menjadi novelty dari penelitian ini di ranah penelitian di Indonesia.

## **1.2 Rumusan Masalah**

Berdasarkan pemaparan permasalahan tersebut diatas, pendekatan teori struktur modal dinamis yang dibangun dari faktor penentu struktur modal

Euis Bandawaty, 2024

*PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL DINAMIS DAN DAMPAK KINERJA KEUANGAN TERHADAP KECEPATAN PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL OPTIMAL (Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor Kesehatan Dan Teknologi Indonesia Tahun 2010 - 2022)*

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

optimal/target. Namun dalam selang waktu setiap dua periode terjadi perubahan dari faktor penentunya dan faktor-faktor eksternal lainnya sehingga terjadi penyimpangan dari struktur modal optimalnya. Penyesuaian dan kecepatan untuk kembali menuju struktur modal optimalnya diperlukan model yang mengintegrasikan faktor penentu struktur modal optimal dan faktor penentu kecepatan penyesuaian dalam satu model.

Berdasarkan rumusan masalah penelitian diatas maka pertanyaan dalam penelitian ini adalah :

- a. Bagaimana perusahaan sektor kesehatan dan teknologi di Indonesia pada tahun 2010-2022 melakukan penyesuaian menuju struktur modal optimal
- b. Bagaimana dampak kinerja keuangan dan krisis covid 19 terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal optimal pada perusahaan sektor kesehatan dan teknologi di Indonesia pada tahun 2010-2022

### **1.3 Tujuan Penelitian**

- a. Untuk menguji bahwa perusahaan pada sektor kesehatan dan teknologi di Indonesia pada tahun 2010 – 2022 melakukan penyesuaian menuju struktur modal optimal
- b. Untuk menguji dampak kinerja keuangan dan krisis covid 19 dapat mempercepat penyesuaian menuju struktur modal pada sektor kesehatan dan teknologi di Indonesia pada tahun 2010 – 2022

### **1.4 Manfaat Penelitian**

Berdasarkan tujuan penelitian diatas maka kegunaan dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

#### **1.4.1 Manfaat Teoritis**

Secara teoritis, penelitian mengenai penyesuaian perusahaan menuju struktur modal optimal dan dampak faktor penentu kecepatan terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal optimal memiliki implikasi yang signifikan dalam pengembangan teori keuangan perusahaan. Pertama, pemahaman mendalam begitu pentingnya mengenai mekanisme penyesuaian perusahaan sebagai respon perusahaan dari adanya perubahan kinerja perusahaan, perubahan kondisi pasar

Euis Bandawaty, 2024

*PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL DINAMIS DAN DAMPAK KINERJA KEUANGAN TERHADAP KECEPATAN PENYESUAIAN STRUKTUR MODAL OPTIMAL (Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor Kesehatan Dan Teknologi Indonesia Tahun 2010 - 2022)*

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

atau peluang investasi. Dengan melakukan penyesuaian perusahaan akan terus mengevaluasi struktur modal optimalnya untuk memaksimalkan nilai perusahaan dengan nilai resiko yang minimum. Kedua, penelitian ini memberikan wawasan penting terkait faktor penentu kecepatan penyesuaian terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal optimal. Hal ini dapat memperkaya literatur keuangan dengan memahami bagaimana faktor-faktor seperti likuiditas, volatilitas arus kas, volatilitas pendapatan, dan dampak krisis, termasuk COVID-19, dapat memengaruhi laju penyesuaian perusahaan terhadap struktur modal yang diinginkan. Ketiga, pentingnya model yang mampu mengadopsi kecepatan penyesuaian menuju struktur modal optimal dan dampak variabel-variabel ekonomi terhadap kecepatan penyesuaian.

Melalui pemahaman teoritis ini, penelitian tidak hanya mengisi celah pengetahuan dalam teori keuangan, tetapi juga memberikan landasan bagi pengembangan model-model lebih lanjut yang dapat memprediksi dan menjelaskan perubahan struktur modal perusahaan dengan lebih akurat dan komprehensif. Sebagai hasilnya, penelitian ini dapat memberikan kontribusi nyata pada pengembangan teori keuangan yang relevan dengan dinamika perusahaan di tengah perubahan lingkungan bisnis yang cepat.

#### **1.4.2 Manfaat Praktis**

Secara praktis, penelitian tentang penyesuaian perusahaan menuju struktur modal dinamis dan efek faktor penentu kecepatan terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal optimal memberikan kontribusi yang berharga bagi praktisi bisnis dan pengambil keputusan di dunia perusahaan.

Pertama, pemahaman tentang mekanisme penyesuaian dapat memberikan pedoman praktis bagi manajemen perusahaan dalam mengelola struktur modal perusahaan dengan lebih efektif. Dengan mengetahui bagaimana perusahaan dapat beradaptasi secara dinamis terhadap perubahan kondisi ekonomi dan faktor internal. Praktisi dapat mengembangkan strategi keuangan yang lebih responsif dan tepat waktu. Dengan merevisi struktur modalnya untuk tujuan perusahaan dalam menciptakan nilai perusahaan yang maksimum ini akan membangkitkan inovasi

manager perusahaan dalam memilih peluang investasi atau sumber pendanaan yang menghasilkan struktur modal optimal.

Kedua, pemahaman dampak faktor penentu kecepatan terhadap kecepatan penyesuaian struktur modal optimal memberikan manfaat langsung dalam pengambilan keputusan. Praktisi bisnis dapat menggunakan temuan ini untuk mengidentifikasi faktor-faktor kritis yang memengaruhi laju penyesuaian, sehingga dapat merancang kebijakan keuangan yang lebih sesuai dengan karakteristik dan tantangan spesifik perusahaan. Misalnya, penekanan pada likuiditas atau manajemen risiko arus kas dapat diintensifkan untuk mempercepat penyesuaian struktur modal.

Dengan demikian, hasil penelitian ini dapat memberikan panduan praktis bagi perusahaan dalam membantu perusahaan beradaptasi dengan perubahan pasar dan mencapai struktur modal yang optimal. Dengan pemahaman faktor-faktor penentu struktur modal optimal, dampak kecepatan penyesuaian dan faktor penentu SOA, praktisi dapat mengoptimalkan struktur modal mereka untuk mencapai kinerja keuangan yang lebih baik dalam jangka panjang.