

## **Pengambilan Keputusan Pendanaan Ekuitas dan Pendanaan Hutang Pada Perusahaan Retail di Indonesia (Pengujian Teori Struktur Modal)**

**Teguh Parmono Hadi<sup>1</sup>, Toto Suharmanto<sup>2</sup>, Widya Prananta<sup>3\*</sup>**

<sup>1,2</sup> Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Stikubank

<sup>3</sup> Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang

DOI: 10.15294/baej.v3i3.56685

### **Info Artikel**

#### ***Sejarah Artikel:***

Diterima, 4 November 2022  
Disetujui, 10 November 2022  
Dipublikasikan, 31 Desember 2022

#### ***Keywords:***

Struktur modal; *Leverage*;  
*Equity*; *ROA*; Pendanaan  
Ganda

### **Abstrak**

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh kinerja pasar dan operasi terhadap perilaku pendanaan perusahaan. Objek penelitian adalah penggunaan laporan keuangan perusahaan Retail go-public di Bursa Efek Indonesia tahun 2016 - 2020. Populasi yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan ritel go-public di Bursa Efek Indonesia periode 2016 sampai periode 2020 sebanyak 26 perusahaan dan menggunakan sampel bertujuan. Data dikumpulkan dengan metode dokumentasi. Data dianalisis dengan regresi linier berganda dengan aplikasi smart pls. Hasil penelitian menunjukkan (1) tidak ada pengaruh antara Profitabilitas (*ROA*) dengan *Leverage* (D.TH), (2) tidak ada pengaruh antara Profitabilitas (*ROA*) dengan *Equity* (D. MS), (3) tidak ada pengaruh antara Profitabilitas (*ROA*) dengan Pendanaan Ganda (D.TH + D. MS), (4) tidak ada pengaruh antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan *Leverage* (D.TH), (5) Ada pengaruh antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan *Equity* (D.MS) (6) Ada pengaruh antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan Pendanaan Ganda (D.TH + D. MS)

### ***Abstract***

*The purpose of this study was to analyze the influence of market and operating performance on corporate funding behavior. The object of research is the use of the financial statements of retail go-public companies on the Indonesia Stock Exchange in 2016 - 2020. The population to be studied in this study are retail companies that go-public on the Indonesia Stock Exchange for the period 2016 to 2020 with a total of 26 companies and using a sample aim. Data collected by documentation method. Data were analyzed by multiple linear regression with the smart pls application. The results of the study show (1) there is no influence between Profitability (ROA) and Leverage (D.TH), (2) there is no effect between Profitability (ROA) and Equity (D.MS), (3) there is no influence between Profitability (ROA) with Double Funding (D.TH + D.MS), (4) there is no influence between Market Value (PBV) and Leverage (D.TH), (5) There is an influence between Market Value (PBV) and Equity (D.MS) (6) There is an influence between Market Value (PBV) and Double Funding (D.TH + D.MS)*

## PENDAHULUAN

Teori trade-off dari pembiayaan perusahaan dibangun di sekitar konsep struktur modal target yang menyeimbangkan berbagai biaya dan manfaat dari utang dan ekuitas. Ini termasuk manfaat pajak dari utang dan biaya kesulitan keuangan (Modigliani dan Miller, 1963), berbagai biaya agensi dari utang dan pembiayaan ekuitas (Myers, 1977; Stulz, 1990; Hart dan Moore, 1995), dan biaya dan manfaat pensinyalan dengan struktur modal (Ross, 1977).

Sebaliknya, dalam model pecking order dari Myers dan Majluf (1984), manajer tidak berusaha untuk mempertahankan struktur modal tertentu. Sebaliknya, pilihan pembiayaan perusahaan didorong oleh biaya seleksi yang merugikan yang timbul sebagai akibat dari asimetri informasi antara manajer yang memiliki informasi lebih baik dan investor yang kurang informasi. Karena biaya ini terjadi hanya ketika perusahaan menerbitkan sekuritas dan lebih rendah untuk hutang dari pada ekuitas, perusahaan lebih memilih pendanaan internal dan lebih memilih hutang dari pada ekuitas ketika dana eksternal harus dikumpulkan.

Studi ini merupakan kontribusi untuk perdebatan yang sedang berlangsung tentang apakah efek mendalam dari kinerja operasi dan pasar pada keputusan pembiayaan perusahaan disebabkan oleh trade-off atau perilaku pembiayaan pecking order. Karya terbaru di bidang ini dimulai dengan Shyam-Sunder dan Myers (1999) yang berpendapat bahwa hubungan negatif antara profitabilitas dan leverage konsisten dengan pecking order tetapi tidak dengan model trade-off. Fama dan French (2002) setuju bahwa efek negatif dari profitabilitas pada leverage konsisten dengan model pecking order, tetapi mereka juga

menemukan respons yang mengimbangi leverage terhadap perubahan pendapatan, menyiratkan bahwa efek profitabilitas sebagian disebabkan oleh perubahan sementara dalam leverage atau dengan kata lain perubahan target.

Leland (1994) menyajikan model trade-off dinamis di mana perusahaan membiarkan leverage mereka berfluktuasi dari waktu ke waktu yang mencerminkan akumulasi pendapatan dan kerugian dan tidak menyesuaikannya ke target selama biaya penyesuaian melebihi nilai yang hilang karena struktur modal suboptimal. Perilaku seperti itu dapat menyebabkan hubungan negatif antara profitabilitas dan leverage dalam sampel dengan penyesuaian struktur modal yang relatif jarang. Ini menyiratkan bahwa tes hubungan semacam itu tidak memiliki kekuatan untuk menolak versi dinamis dari hipotesis trade-off yang mendukung model pecking order.

Tujuan penelitian ini adalah menguji apakah kinerja pasar dan operasi mempengaruhi perilaku pendanaan perusahaan karena mereka terkait dengan target leverage.

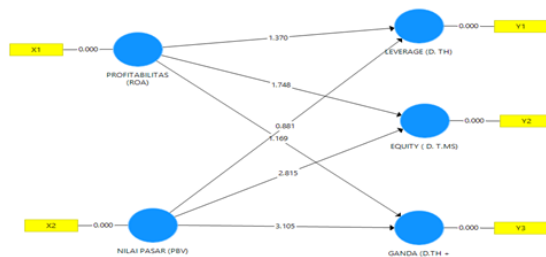
## METODE

Objek dari penelitian adalah penggunaan laporan keuangan perusahaan Retail go-publik di Bursa Efek Indonesia tahun 2016 - 2020. Populasi yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan ritel go-public di Bursa Efek Indonesia periode 2016 sampai periode 2020 sebanyak 26 perusahaan dan menggunakan sampel bertujuan dengan kriteria (a). Perusahaan menerbitkan laporan keuangan selama 5 tahun yaitu tahun 2016, 2017, 2018, 2019 dan tahun 2020, (b). Laporan keuangan harus mempunyai data lima variabel yang dibutu-

hkan dalam penelitian ini, (c). Perusahaan harus sudah listing pada awal periode pengamatan dan tidak dilisting sampai akhir periode pengamatan. Sampel diperoleh 12 perusahaan. Data dikumpulkan dengan metode dokumentasi dari laporan keuangan perusahaan ritel go-public di Bursa Efek Indonesia dari internet dan Indonesian Capital Market Directory. Metode analisis dalam penelitian ini menggunakan program Smart PLS 3,2 versi student.

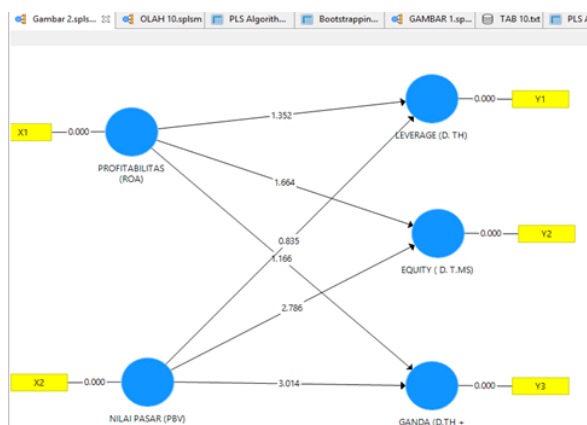
### Hasil dan Pembahasan

#### 1. Uji Kecocokan Model Pengukuran (Outer Model)



Gambar 1 : Skema Outer Model (Pengujian Algorithm Pls)

#### 2. Uji Kecocokan Model Struktural (Inner Model)



Gambar 2 : Skema Inner Model (Pengujian Bootstrapping)

Dari gambar 2 terlihat bahwa:

- Pengaruh antara Profitabilitas (ROA) dengan Leverage (D.TH) sebesar 1,352

lebih kecil dari pada 1,96 berarti tidak ada pengaruh antara Profitabilitas (ROA) dengan Leverage.

- Pengaruh antara Nilai Pasar (PBV) dengan Leverage sebesar 0,835 lebih kecil dari pada 1,96 berarti tidak ada pengaruh antara Nilai Pasar (PBV) dengan Leverage.
- Pengaruh antara Profitabilitas (ROA) dengan Equity (D.T.MS) sebesar 1,664 lebih kecil dari pada 1,96 berarti tidak ada pengaruh antara Profitabilitas (ROA) dengan Equity (D.T.MS).
- Pengaruh antara Nilai Pasar (PBV) dengan Equity (D.T.MS) sebesar 2,786 lebih besar dari pada 1,96 berarti ada pengaruh signifikan antara Nilai Pasar (PBV) dengan Equity (D.T.MS).
- Pengaruh antara Profitabilitas (ROA) dengan Pendanaan Ganda (D.TH + D.T.MS) sebesar 1,166 lebih kecil dari pada 1,96 berarti tidak ada pengaruh antara Nilai Pasar (PBV) dengan Pendanaan Ganda (D.TH + D.T.MS).
- Pengaruh antara Nilai Pasar (PBV) dengan Pendanaan Ganda (D.TH + D.T.MS) sebesar 3,014 lebih besar dari pada 1,96 berarti ada pengaruh signifikan antara Nilai Pasar (PBV) dengan Pendanaan Ganda (D.TH + D.T.MS).

#### 3. Nilai R-Square

Tabel 1  
Hasil Uji R-Square

R Square		
Matrix	R Square	R Square Adjusted
EQUITY ( D. T.MS)	0.051	0.018
GANDA (D.TH + D.T.MS)	0.077	0.045
LEVERAGE (D. TH)	0.080	0.048

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2022

Dari Tabel 1 terlihat bahwa:

- Nilai R-Square Equity sebesar 0,051. Ini berarti bahwa variabel Equity dipe-

ngaruhi oleh variabel Profitabilitas dan Nilai Pasar sebesar 5,1 %, sisanya sebesar 94,9 % dipengaruhi oleh variabel di luar model.

- b. Nilai R Square Pendanaan Ganda sebesar 0,077. Ini berarti bahwa variabel Pendanaan Ganda dipengaruhi oleh variabel Profitabilitas dan Nilai Pasar sebesar 7,7 %, sisanya sebesar 92,3 % dipengaruhi oleh variabel di luar model.
- c. Nilai R Square Leverage sebesar 0,080. Ini berarti bahwa variabel Leverage dipengaruhi oleh variabel Profitabilitas dan Nilai Pasar sebesar 8,0 %, sisanya sebesar 92,0 % dipengaruhi oleh variabel di luar model

4. Nilai Coefficient Direct Effect

Tabel 2  
Hasil Uji Hipotesis

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T Statistics (O/STDEV)	P Values
NILAI PASAR (PBV) → EQUITY (D. TMS)	-0,191	-0,197	0,069	2,766	0,006
NILAI PASAR (PBV) → GANDA (D.TH + D.TMS)	-0,259	-0,260	0,086	3,014	0,003
NILAI PASAR (PBV) → LEVERAGE (D. TH)	0,239	0,147	0,287	0,835	0,404
PROFITABILITAS (ROA) → EQUITY (D. TMS)	-0,119	-0,126	0,072	1,664	0,097
PROFITABILITAS (ROA) → GANDA (D.TH + D.TMS)	-0,098	-0,098	0,084	1,166	0,244
PROFITABILITAS (ROA) → LEVERAGE (D. TH)	-0,153	-0,118	0,113	1,352	0,177

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2022

Dari Tabel 2 dapat dijelaskan bahwa dapat diperoleh persamaan regresi sebagai berikut :

$$Y1(Lev) = - 0,153 (ROA) + 0,239(PBV)$$

$$Y2(Eq) = - 0,119 (ROA) - 0,191(PBV)$$

$$Y3(Ganda) = - 0,098 (ROA) - 0,259(PBV)$$

- a. Pengaruh Profitabilitas (ROA) dengan Leverage (D.TH) dengan Nilai T Statistik sebesar 1,352 lebih kecil dari pada 1,96 dan P Value sebesar 0,177 lebih besar dari pada 0,05, maka dapat disimpulkan tidak ada

pengaruh antara Profitabilitas (ROA) dengan Leverage (D.TH), sehingga hipotesis 1 yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif antara profitabilitas (ROA) dengan Leverage (D. TH) tidak diterima. Ini berarti Trade off Theory tidak terbukti

- b. Pengaruh Profitabilitas (ROA) dengan Equity (D.TMS) dengan Nilai T Statistik sebesar 1,664 lebih kecil dari pada 1,96 dan P Value sebesar 0,097 lebih besar dari pada 0,05, maka dapat disimpulkan tidak ada pengaruh antara Profitabilitas (ROA) dengan Equity (D. MS), sehingga hipotesis 2 yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif antara profitabilitas (ROA) dengan Equity (D. MS), tidak diterima. Jika taraf signifikansi sebesar 0.1 maka hipotesis 2 diterima yang artinya ada pengaruh negatif antara profitabilitas dengan Equity yang artinya bahwa semakin besar profitabilitas, semakin menurun pendanaan dengan menggunakan equity. Artinya bahwa perusahaan retail di Indonesia lebih menyukai pendanaan dengan hutang dibanding dengan equity. Akhirnya dapat disimpulkan bahwa perusahaan retail di Indonesia kecenderungan menganut trade-off theory (TOT) dibanding dengan packing order (POT).

- c. Pengaruh Profitabilitas (ROA) dengan Pendanaan Ganda (D.TH + D. MS) dengan Nilai T Statistik sebesar 1,166 lebih kecil dari pada 1,96 dan P Value sebesar 0,244 lebih besar dari pada 0,05, maka dapat disimpulkan tidak ada pengaruh antara Profitabilitas (ROA) dengan Pendanaan Ganda (D.TH + D. MS), sehingga hi-



potesis 3 yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif antara profitabilitas (ROA) dengan Pendanaan Ganda (D.TH + D. MS), tidak diterima. Hal ini sesuai dengan analisis masalah pendanaan ganda menawarkan kesempatan untuk menguji efek profitabilitas perusahaan pada leverage dalam pengaturan di mana teori trade-off dan pecking order tidak memiliki prediksi yang sama. Trade-off theory (TOT) dan Packing order (POT) tidak terbukti

- d. Pengaruh Nilai Pasar (*PBV*) dengan *Leverage* (D.TH) dengan Nilai T Statistik sebesar 0,835 lebih kecil dari pada 1,96 dan P Value sebesar 0,404 lebih besar dari pada 0,05, maka dapat disimpulkan tidak ada pengaruh antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan *Leverage* (D.TH), sehingga hipotesis 4 yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan *Levegrage* (D. TH), tidak diterima. Hal ini konsisten dengan hipotesis bahwa perusahaan dengan pertumbuhan (market-to-book value yang tinggi) memiliki rasio utang target yang rendah, sementara perusahaan dengan pertumbuhan market-to-book value rendah memiliki rasio utang target yang tinggi (Stulz, 1990). Dengan kata lain, penerbitan ekuitas waktu perusahaan ke periode ketika pasar mereka rasio market-to-book tinggi, misalnya, karena manajer percaya bahwa saham perusahaan tersebut dinilai terlalu tinggi (Baker dan Wurgler, 2002). Hal ini berarti Trade off Theory terbukti.
- e. Pengaruh Nilai Pasar (*PBV*) dengan *Equity* (D.MS) dengan Nilai T Statistik sebesar 2,786 lebih besar dari pada 1,96 dan P Value sebesar 0,006 lebih kecil

dari pada 0,05, maka dapat disimpulkan ada pengaruh antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan *Leverage* (D.TH), sehingga hipotesis 5 yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan *Equity* (D.MS) diterima. Diterimanya hipotesis 5 bukan berarti sesuai dengan Market Timing Theory yang akan mengoptimalkan struktur modal pada saat harga pasar saham tinggi. Tetapi justru ditunjukkan oleh besarnya nilai original sampel yang menunjukkan hubungan negative sebesar -0,191. Hubungan negatif ini terjadi karena reaksi dari pasar atau calon investor yang cenderung menanggapi kenaikan Market to book Value untuk mengambil keuntungan untuk melakukan profit taking dengan cara menjual saham ke pasar. Akibatnya Nilai pasar akan turun dan pada saat yang sama perusahaan cenderung memilih pendanaan leverage. Ini berarti Market Timing Theory tidak terbukti, tetapi Trade off Theory terbukti.

- f. Pengaruh Nilai Pasar (*PBV*) dengan Pendanaan Ganda (D.TH + D. MS). dengan Nilai T Statistik sebesar 3,014 lebih besar dari pada 1,96 dan P Value sebesar 0,003 lebih kecil dari pada 0,05, maka dapat disimpulkan ada pengaruh antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan Pendanaan Ganda (D.TH+D.MS), sehingga hipotesis 6 yang menyatakan bahwa Terdapat pengaruh positif antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan Pendanaan Ganda (D.TH +D.MS) Diterima. Diterimanya hipotesis ini berdasarkan nilai P Value, tetapi jika dilihat hubungannya negatif antara *PBV* dengan Pendanaan ganda dilihat dari nilai original sampel sebesar -0,259. Ini berarti semakin tinggi nilai *PBV*, reaksi pasar negatif dengan melak -

ukan aksi jual. Di sisi yang lain, jika perusahaan malah menambah hutang, reaksi pasar juga negatif, karena investor menilai penambahan hutang merupakan penambahan risiko perusahaan. Dan ini tidak disukai oleh investor. Hal ini sesuai dengan Pcking Order Theory dan Trade off Theory. Ini sebenarnya memberi pesan kepada manajemen perusahaan bahwa jika perusahaan menempuh kebijakan pendanaan ganda, maka yang akan dilakukan oleh investor dan calon investor adalah "wait and see". Oleh karena itu, sebaiknya manajemen menempuh kebijakan pendanaan *leverage* pada saat nilai pasar yang tinggi.

## SIMPULAN

Simpulan penelitian ini yaitu: (1) tidak ada pengaruh antara Profitabilitas (*ROA*) dengan *Leverage* (D.TH), (2) tidak ada pengaruh antara Profitabilitas (*ROA*) dengan *Equity* (D. MS), (3) tidak ada pengaruh antara Profitabilitas (*ROA*) dengan Pendanaan Ganda (D.TH + D. MS), (4) tidak ada pengaruh antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan *Leverage* (D.TH), (5) Ada pengaruh antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan *Equity* (D.MS) (6) Ada pengaruh antara Nilai Pasar (*PBV*) dengan Pendanaan Ganda (D.TH + D. MS).

## DAFTAR PUSTAKA

- Baker, M., Wurgler, J., (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance* 57, 1–32.
- Fama, E.F. and Kenneth R. (2002). Testing Trade Off Predictions About Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*. Vol. 15, pp. 1-33
- Hart, O., Moore, J., 1995. Debt and seniority: an analysis of the role of hard claims in constraining management. *American Economic Review* 85, 567–585.
- Leland, H., 1994. Corporate debt value, bond covenants, and optimal capital structure. *Journal of Finance* 49, 1213–1252.
- Modigliani, F., Millir, M., 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *America Economic Review* 53, 433-443
- Myers, S., 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, 147–175.
- Myers, S., Majluf, N., (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13, 187–221.
- Rajan, R., Zingales, L., 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance* 50, 1421–1460.
- Ross, S., 1977. The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. *Bell Journal of Economics* 8, 23–40.
- Shyam-Sunder, L., Myers, S., 1999. Testing static trade-off against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics* 51, 219–244.
- Stulz, R., 1990. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics* 26, 3–28.