

# ***BALANCE SHEET EFFECT SEBAGAI PENENTU DETERMINAN STRUKTUR MODAL ENAM BURSA EFEK PADA NEGARA-NEGARA ASEAN***

**Zainal Abidin Sahabuddin**

*Fakultas Ekonomi Universitas Pertahanan*

**Stevanus Adree Cipto Setiawan**

*Fakultas Ekonomi Universitas Tarumanegara*

## ***Abstract***

*Balance sheet effect is due to the relationship between the external and internal factors. The purpose of this study is to obtain the result: firm size, firm growth, financial risk, asset structure, non debt tax shield on capital structure; influence of internal factors, the influence of internal and external factors of the company's capital structure. The research was conducted in countries of ASEAN<sub>6</sub>, namely Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thailand and Vietnam. Unit of analysis of this study is that corporations have huge capitalization in 2008 until 2011. Data analysis using regression method Simultaneous and panels. The results showed: the size of the company has a positive and significant impact on the capital structure for ASEAN<sub>6</sub> countries; growth has a negative and significant impact on the capital structure in the country of Malaysia, the Philippines, and Thailand; financial risk has a negative and significant impact on the capital structure in Singapore, asset structure has a positive and significant impact on the capital structure for Singapore, Malaysia, and the Philippines; non-debt tax shield and a significant negative effect on the capital structure for the State of Indonesia and Malaysia, the interest rate has no significant effect on the capital structure in ASEAN<sub>6</sub> countries; foreign exchange rate has a positive and significant effect for the Philippines; rate of inflation on capital structure has a negative and significant impact to the state of Indonesia, the Philippines, and Vietnam while Malaysia, Thailand and Singapore have a positive and significant impact; economic growth on the capital structure has a negative and significant impact to the state of Indonesia, the Philippines, and Vietnam while Negara Malaysia, Thailand and Singapore have a positive and significant impact; contained internal influence on the capital structure for six ASEAN countries; There are internal and external influences on capital structure for ASEAN<sub>6</sub> countries.*

**Keywords:** *Balance Sheet Effect, Internal and external factors, and capital structure.*

## PENDAHULUAN

Krisis keuangan global secara sistematis bermula dari AS dan Eropa yang terjadi terkait dengan *subprime mortgage* AS yang menyebabkan timbulnya krisis kepercayaan yang parah di pasar keuangan global yang berakhir pada pengetatnya pasar keuangan dunia.

Dampak krisis finansial di AS dan Eropa selanjutnya menyebar ke seluruh dunia sebagai efek penularan (*contagion effect*), termasuk di antaranya negara-negara *emerging markets*, hal ini dapat dilihat dari pertumbuhan ekonomi negara maju khususnya Eropa pada tahun 2009, begitu juga indeks perkembangan saham mengalami penurunan pada tahun 2008-2009 yang akhirnya menimbulkan efek domino pada negara-negara Asia Tenggara (Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand dan Vietnam). Krisis di bidang keuangan seperti fluktuasi harga saham yang terjadi di suatu pasar modal berdampak pada fluktuasi menurunnya return saham dan pada akhirnya berpengaruh pada pola abnormal return sebagai tolok ukur kinerja. Dari berbagai penelitian yang telah dilakukan, dapat diketahui bahwa efek penularan dapat terjadi melalui dua cara, yaitu karena ada hubungan dagang (*trade links*) dan kesamaan kondisi dan kebijakan makroekonomi.

*Balance Sheet Effect* adalah pendekatan yang menyatakan bagaimana fluktuasi makro ekonomi juga dipengaruhi oleh kondisi neraca sektor mikro. Struktur keuangan di negara berkembang menjadi sumber dari kerapuhan dan krisis. Struktur keuangan sendiri mengacu kepada komposisi dan besarnya utang dan aset dalam neraca negara tersebut. Masalah yang kemudian muncul pertama adalah kesenjangan dalam hal jatuh tempo utang (*maturity mismatch*), di mana terjadi gap antara kewajiban jangka pendeknya dengan aset likuid yang bisa digunakan untuk memenuhi komitmennya. Kedua, *currency mismatches* yang menunjukkan kemampuannya membayar seluruh kewajibannya dalam mata uang asing. Ketiga, *capital structure problems* yang menunjukkan komposisi utang dan modal sendiri. Keempat, *solvency problems* atau seberapa aset yang dimiliki untuk menutup seluruh kewajibannya.

Faktor fundamental makro dalam istilah analisis pasar modal disebut dengan faktor fundamental negara. Faktor ini bersifat *uncontrollable* sehingga tidak dapat dikendalikan perusahaan. Penelitian ini hanya membatasi pada faktor fundamental makroekonomi dengan indikator suku bunga, inflasi, nilai tukar mata uang dan pertumbuhan ekonomi karena merupakan faktor yang paling banyak mendapatkan perhatian dari para pelaku pasar modal. Faktor fundamental mikro dalam analisis pasar modal sering disebut dengan faktor

fundamental perusahaan, faktor ini bersifat *controllable* sehingga dapat dikendalikan perusahaan.

Ada dua kerangka teori yang mendasari keputusan sumber pendanaan yaitu teori statis (*balancing/trade-off theory*) dan *pecking order theory*. Keputusan pendanaan dengan teori statis adalah pendanaan berdasarkan struktur modal optimal, yaitu struktur modal dengan menyeimbangkan manfaat dari penghematan pajak atas penggunaan hutang terhadap biaya kebangkrutan. Myers (1984) menjelaskan bahwa tujuan dari teori statis adalah menyeimbangkan modal sendiri dengan modal luar. Sepanjang manfaat penggunaan hutang masih besar, hutang akan ditambah, tetapi bila pengorbanan menggunakan hutang sudah lebih besar maka hutang tidak lagi optimal untuk ditambah. Penelitian yang konsisten dengan teori statis ditunjukkan oleh studi empiris Panno (2003).

Sedangkan *pecking order theory* menjelaskan bahwa pendanaan didasarkan pada urutan preferensi pendanaan yang memiliki risiko terkecil, yaitu laba ditahan, hutang dan penerbitan ekuitas (Myers, 1984). Teori ini lebih memilih sumber pendanaan internal. Hasil yang konsisten dengan *pecking order theory* membuktikan bahwa rasio hutang berhubungan terbalik dengan laba (Titman & Wessels, 1988; Baskin, 1989; Voulgaris *et al*, 2002; Pao & Chih, 2005; Tong & Green, 2005; Chen & Strange, 2006).

Berdasarkan latar belakang di atas, maka tema penelitian ini adalah: menganalisis perbedaan *balance sheet effect* sebagai penentu struktur modal pada perusahaan-perusahaan Negara ASEAN6

## **KERANGKA PIKIR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

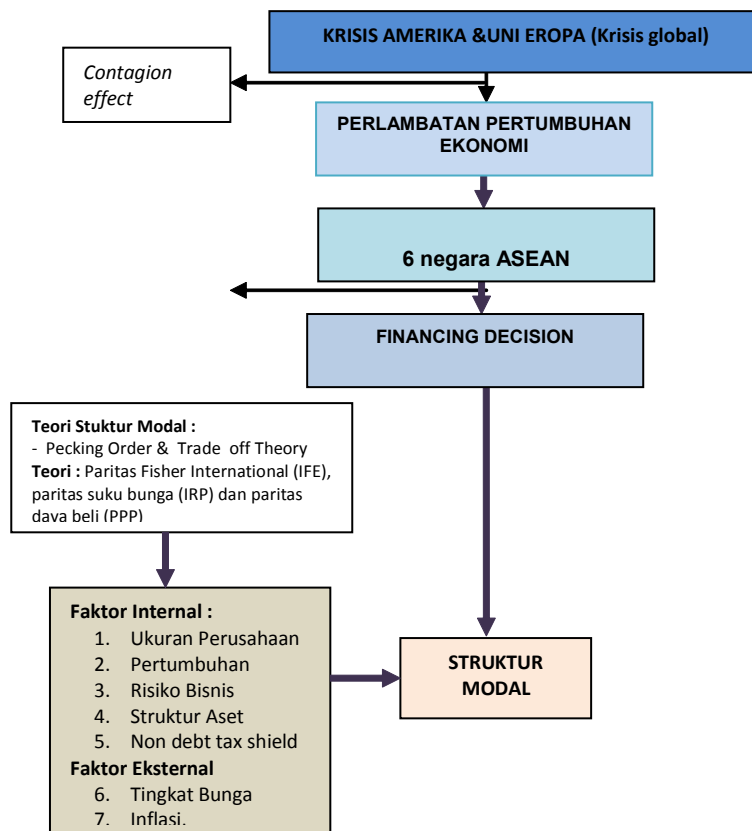
### **Kerangka Pemikiran**

Bermula dari krisis kredit macet perumahan dengan resiko tinggi (*subprime mortgage*) di Amerika Serikat pada semester akhir 2007 dan secara tiba-tiba terjadi krisis finansial global (krisis Eropa) dalam hitungan bulan, dampak krisis finansial tersebut tidak hanya terjadi pada sektor keuangan tetapi menyebar ke sektor riil. Akibat lebih lanjut dari krisis finansial global ini adalah ekonomi dunia yang mengalami perlambatan sangat tajam pada pertengahan akhir 2008 dan akan mengalami fase resesi yang cukup serius di tahun 2009, hal ini juga di negara-negara East Asia, Ocenia dan Southeast Asia. Kondisi makro

ekonomi suatu negara akan berpengaruh terhadap kondisi mikro negara tersebut (*balance sheet effect*).

Penelitian ini dilakukan pada Negara-negara ASEAN seperti Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand dan Vietnam, khususnya dalam keputusan pendanaan (penggunaan struktur modal) dalam rangka menaikkan nilai perusahaan. Konstruk pertama dalam penelitian ini adalah faktor internal yang diduga berpengaruh terhadap struktur modal, yaitu 1) ukuran perusahaan, 2) tingkat pertumbuhan, 3) risiko bisnis 4) struktur aktiva, 5) *non debt tax shield* (NDTS). Konstruk kedua adalah factor eksternal yang diduga berpengaruh terhadap struktur modal yaitu 1) suku bunga, 2) inflasi dan 3) pertumbuhan ekonomi kerangka pemikiran dapat digambarkan sebagai berikut:

**GAMBAR KERANGKA PEMIKIRAN**



## **Pengembangan Hipotesis**

### **Pengaruh Ukuran perusahaan terhadap Struktur Modal**

Ukuran perusahaan merupakan negatif yang baik dalam menjelaskan utang yang digunakan perusahaan. Bevan dan Danbolt (2002) juga menemukan bahwa perusahaan dengan ukuran besar cenderung untuk menggunakan utang dengan lebih banyak, karena mereka dianggap '*too big to fail*' sehingga mereka mendapat akses yang baik ke pasar modal. Homaifer *et al.* (1994) berargumen bahwa perusahaan dengan ukuran besar dapat menggunakan utang lebih banyak daripada perusahaan dengan ukuran yang lebih kecil, karena perusahaan besar memiliki kapasitas membayar utang yang lebih baik. Perusahaan dengan ukuran lebih besar juga negative menjadi perhatian para analis sehingga manajemen akan lebih berhati-hati dalam pembuatan keputusan, yang akan memberikan insentif bagi kreditor dalam memberikan pinjaman.

Sementara itu beberapa studi empiris lainnya memberikan hasil yang bervariasi. Wiwattanakantang (1999), Booth *et al.* (2001), dan Huang dan Song (2006) menemukan hubungan positif antara utang dan ukuran perusahaan di Negara-negara berkembang. Sementara Rajan and Zingales (1995) menyatakan di negara maju yang tergabung dalam G-7 ditemukan hubungan yang positif antara ukuran perusahaan dan utang. Pada sisi lain, Bevan dan Danbolt (2002) menemukan hubungan negatif antara utang jangka pendek dan ukuran perusahaan, sedangkan utang jangka panjang berhubungan positif dengan ukuran perusahaan.

### **H1: Terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal**

### **Pengaruh Pertumbuhan perusahaan terhadap Struktur Modal**

Perusahaan yang sedang bertumbuh mendapatkan tekanan untuk membiayai kesempatan investasinya yang melebihi laba ditahan yang ada, sehingga sesuai '*pecking order*' maka perusahaan lebih senang menggunakan utang daripada ekuitas. Booth *et al.* (2001) menyatakan bahwa hubungan ini umumnya adalah positif di berbagai negara yang menjadi sampel penelitian kecuali untuk Korea Selatan dan Pakistan.

Biaya keagenan dari penggunaan utang meningkat seiring dengan konflik antara penyedia utang dan pemegang saham serta manajer pada sisi lain (Jensen dan Meckling, 1976). Titman dan Wessels (1988) menyatakan bahwa biaya sehubungan dengan adanya hubungan keagenan antara pemegang saham dan pemegang obligasi tersebut akan tinggi

pada industri yang sedang berkembang, sehingga terdapat hubungan negatif antara pertumbuhan dan utang. Konsisten dengan penelitian Rajan dan Zingales (1995).

## **H2: Terdapat pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal**

### **Pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal**

Perusahaan menghadapi risiko keuangan ketika mereka tidak mampu untuk melunasi hutang. Perusahaan yang sangat *leverage* nya tinggi rentan terhadap biaya kesulitan keuangan (Bhaduri, 2002). Sebuah studi terbaru yang dilakukan oleh Antoniou et al (2002) menyimpulkan bahwa kesulitan keuangan bukanlah faktor yang signifikan mempengaruhi keputusan struktur modal. Sebagian besar temuan empiris mendukung hubungan negatif antara kesulitan keuangan dan *leverage*. Ketika ada volatilitas tinggi pendapatan selama bertahun-tahun, secara umum disarankan bahwa perusahaan sedang mengalami risiko yang lebih tinggi dari kesulitan keuangan. Volatilitas laba umumnya digunakan sebagai proxy untuk kesulitan keuangan dan pada umumnya negatif terkait dengan *leverage*. Studi yang dilakukan Song (2004) membuktikan hubungan positif antara kesulitan keuangan dan *leverage*.

## **H3: Terdapat pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal**

### **Pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal**

Perusahaan yang memiliki aset nyata lebih banyak akan memiliki posisi yang lebih baik ketika melakukan pinjaman. Aset nyata tersebut dapat digunakan sebagai jaminan atas pinjaman yang diberikan oleh kreditor. Sehingga antara aset nyata dan utang memiliki hubungan positif. Hubungan positif ini didukung dari beberapa penelitian yang dilakukan di negara-negara maju (Rajan dan Zingales, 2005), Sedangkan penelitian di negara berkembang memberikan hasil yang bervariasi seperti Wiwattanakantang (1999) di Thailand. Sedangkan Penelitian Booth et al, (2001) di 10 negara berkembang, dan Huang dan Song (2002) di China, menemukan bahwa aset nyata memiliki hubungan negatif terhadap utang. Namun temuan lain juga menyebutkan bahwa jenis utang yang digunakan akan mempengaruhi hubungan antara aset nyata dan utang itu sendiri. Sedangkan Bevan dan Danbolt (2002 dan 2004) menemukan hubungan positif antara aset nyata dan utang jangka panjang, sedangkan hubungan negatif juga ditemukan antara utang jangka pendek dan aset nyata pada perusahaan-perusahaan di Inggris.

## **H4: terdapat pengaruh struktur aktiva terhadap struktur modal**

#### **Pengaruh NDTs terhadap struktur modal**

Pengurangan pajak dari depresiasi akan mensubstitusi manfaat pajak dari pendanaan secara kredit. Sehingga perusahaan dengan *non debt tax shield* yang besar akan menggunakan sedikit utang. Huang dan Song (2006) yang melakukan penelitian di China menemukan bahwa utang pada perusahaan-perusahaan di China meningkat seiring dengan ukuran dan aset tetap, namun menurun dengan tingkat kemampuan laba, *non debt tax shield*, kesempatan untuk pertumbuhan, dan pemegang saham manajerial.

#### **H5: Terdapat pengaruh NDTs terhadap struktur modal**

#### **Pengaruh suku bunga terhadap struktur modal**

Bunga pinjaman relatif terkait dengan komitmen tetap panjang, sehingga perusahaan umumnya tidak memilih untuk meningkatkan pinjaman lebih lanjut ketika tingkat bunga pasar yang tinggi karena mereka takut menghadapi risiko kebangkrutan.

#### **H6: Terdapat pengaruh suku bunga terhadap struktur modal**

#### **Pengaruh Nilai Tukar Mata Uang terhadap Struktur Modal**

Kurs merupakan nilai tukar mata uang lokal terhadap mata uang asing. Para pelaku dalam pasar internasional amat peduli terhadap penentuan kurs valuta asing (valas), karena kurs valas akan mempengaruhi biaya dan manfaat dalam perdagangan barang, jasa dan surat berharga. Isu *agency* mungkin menjadi alasan perusahaan induk untuk meminta kenaikan pengiriman laba perusahaan cabang, yang menyebabkan cabang dengan kebutuhan dana dalam struktur modal dengan lebih banyak menggunakan utang (Baker 2002). Pendapat secara umum yang merupakan argumentasi tradisional mengatakan bahwa perusahaan multinasional sangat sensitif terhadap fluktuasi nilai tukar.

#### **H7: terdapat pengaruh nilai tukar terhadap struktur modal**

#### **Pengaruh inflasi terhadap struktur modal**

Faktor lain yang penting untuk dipertimbangkan adalah pengaruh inflasi terhadap struktur modal, karena kontrak utang umumnya kontrak nominal dan inflasi tinggi adalah kemungkinan untuk mencegah *lender* dari menyediakan utang jangka panjang. Di sisi lain, jika pengembalian obligasi korporasi ‘menjadi lebih tinggi relatif terhadap return saham ‘sebagai penurunan inflasi, permintaan agregat dari perusahaan obligasi meningkat.

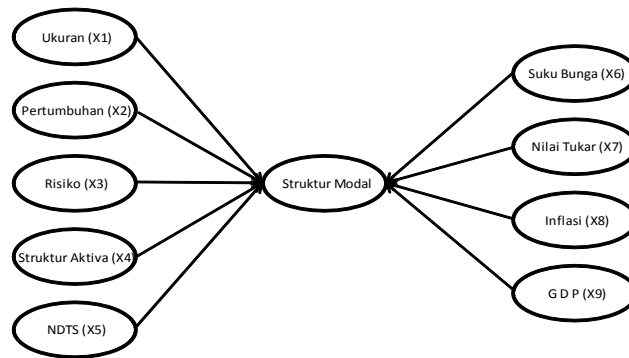
#### **H8 : Terdapat Pengaruh inflasi terhadap struktur modal**

### **Pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap struktur modal**

Produk Domestik Bruto (PDB atau *Gross Domestic Product* = GDP) adalah salah satu variabel makroekonomi diuji oleh sangat sedikit studi (Booth et al, 2001). Agregat tingkat pertumbuhan dapat berfungsi sebagai variabel kontrol dalam perbandingan lintas negara dari pilihan perusahaan pembiayaan. Booth et al. (2001) menemukan bahwa di negara berkembang, ekonomi yang lebih tinggi pertumbuhannya cenderung menyebabkan peningkatan nilai buku total hutang dan jangka panjang rasio nilai buku utang sedangkan inflasi yang lebih tinggi menyebabkan mereka menurun.

### **H9: Pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap struktur modal**

Dengan demikian pengembangan hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :



### **Peneliti Terdahulu**

Ketidakkonsistenan tentang determinan struktur modal dari factor internal dan eksternal perusahaan menjadi daya tarik yang digunakan oleh peneliti. Selama ini penelitian struktur modal banyak dilakukan di Negara maju (Rajan dan Zingales, 1995; Bevan dan Danbolt, 2002), namun terbatas untuk negara berkembang (Booth *et al.*, 2001; Chen 2005). Padahal terdapat perbedaan kondisi perusahaan antara negara maju dan negara berkembang. Untuk itu, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor yang menentukan struktur modal pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Negara-negara yang tergabung dalam ASEAN (Association of South East Asian Nations). Fokus penelitian ini adalah Negara ASEAN karena sebagaimana yang kita ketahui, sejak krisis ekonomi 2008, pusat kekuatan ekonomi



dunia secara perlahan bergeser dari negara-negara barat yaitu Eropa dan Amerika Utara, menjadi ke ASIA. Penelitian ini selanjutnya akan menguji faktor-faktor yang menentukan dalam pemilihan struktur modal bagi perusahaan-perusahaan di ASEAN. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

	Indonesia
Perusahaan berkapitalisasi besar	50
Industry keuangan	(17)
Memiliki EBIT negative	(5)
Tidak memenuhi criteria kelengkapan data	(3)
Total	25

#### **METODE PENELITIAN**

Variabel penelitian ini adalah determinan dari struktur modal yaitu : 1) faktor internal yaitu ukuran, pertumbuhan, risiko, struktur aktiva dan non debt tax shields dan 2) eksternal perusahaan yaitu suku bunga, nilai tukar, inflasi dan pertumbuhan ekonomi untuk industri enam negara ASEAN. Untuk mendapatkan data, maka dilakukan penelitian pada 50 perusahaan berkapilitasi besar yang terdaftar di bursa Efek Indonesia, Malaysia, Filippina, Singapura, Thailand, dan Vietnam periode tahun 2008-2011. Penelitian ini menggunakan analisis verifikatif yaitu dengan cara menafsirkan terlebih dahulu kesimpulan atas masalah yang akan diselesaikan yang akan dilanjutkan dengan pengajuan hipotesis melalui pengolahan data lapangan. Penelitian yang membandingkan antar Negara paling mendekati dengan penelitian ini adalah sebagai berikut lihat tabel 1 :

#### **Operasionalisasi variabel**

Variabel yang dipakai dalam penelitian ini adalah Faktor internal perusahaan : 1) faktor internal yaitu ukuran, pertumbuhan, risiko, struktur aktiva dan *non debt tax shields* dan 2) eksternal perusahaan yaitu suku bunga, nilai tukar, inflasi dan pertumbuhan ekonomi seperti tabel Operasionalisasi Variabel di bawah ini:

**Tabel 1**

PENELITI TERDAHULU	JUDUL	VARIABEL TERIKAT	VARIABEL BEBAS	NEGARA	PERBEDAAN (HENDRO& STEVANUS)
Werner R. Murhadi, 2009	DETERMINAN STRUKTUR MODAL: studi di asia tenggara	utang	Internal perusahaan	6 negara Asean	Internal & eksternal
Ng Chin Huat, 2008	The determinants of capital structure: evidence from selected ASEAN countries	leverage	Internal & eksternal perusahaan	4 negara asean	6 negara ASEAN
Gurcharan S, 2010	A Review of Determinant of Optimal Capital Structure	leverage	Internal & eksternal perusahaan	4 negara asean	6 negara ASEAN
Shashi, Kumar, Kanesan, 2009	<a href="#">The determinants of capital structure decision of selected ASEAN countries</a>	capital structure	Internal & eksternal	5 negara asean	6 negara ASEAN

**Tabel Operasionalisasi Variabel**

Variabel/ Dimensi	Indikator	Cara pengukuran	Skala
Faktor Internal Perusahaan			
Ukuran perusahaan (X1.1)	Besarnya ukuran perusahaan	Log natural total aktiva	Rasio
Pertumbuhan perusahaan (X1.2)	Perubahan total aktiva	Perubahan total aktiva	Rasio
Risiko keuangan (X1.3)	Besarnya risiko keuangan	proporsi antara standar deviasi total laba sebelum pajak dan total aktiva	Rasio
Struktur Aktiva (X1.4)	Besarnya jaminan	rasio aktiva tetap terhadap total aktiva	Rasio
Non debt tax shield (X1.5)	Perubahan pajak	rasio total biaya penyusutan terhadap total aktiva yang diperoleh dari penghematan pembayaran bunga ketika menghitung pajak	Rasio
Faktor Eksternal Perusahaan			
Tingkat suku bunga (X2.1)	Pertumbuhan suku bunga	Besarnya suku bunga pinjaman	Rasio
Nilai Tukar (X2.2)	Fluktuasi Nilai Tukar	Besarnya fluktuasi nilai tukar	Rasio
Inflasi (X2.2)	Perubahan inflasi	Perubahan Indeks Harga konsumen	Rasio
Pertumbuhan ekonomi (X2.3)	Besarnya pertumbuhan ekonomi	GDP	Rasio
Struktur Modal (Y)	Besarnya utang	Proporsi jumlah utang dengan equity	Rasio

### Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersifat panel data berupa *cross-sectional* dan *time series* untuk 50 perusahaan berkapitalisasi besar tahun 2008-2011; Data diperoleh sebagai berikut :

1. Mencari data 50 perusahaan berkapitalisasi besar untuk 6 negara ASEAN di data blomberg
2. Mencari data-data factor internal perusahaan, seperti ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, risiko keuangan, struktur aktiva dan *non debt tax shield*, seperti berikut :
  - a. Indonesia pada [www.jkse.com](http://www.jkse.com)
  - b. Malaysia pada [www.bursamalaysia.com](http://www.bursamalaysia.com)
  - c. Filipina pada [www.pse.com.ph/stockMarket/home.html](http://www.pse.com.ph/stockMarket/home.html)
  - d. Singapura pada [www.straitstimes.com](http://www.straitstimes.com)
  - e. Thailand pada [www.set.or.th/en/index.html](http://www.set.or.th/en/index.html)
  - f. Vietnam pada [www.vietnam-report.com](http://www.vietnam-report.com)

3. Mencari data faktor eksternal perusahaan, seperti suku bunga, nilai tukar, inflasi dan pertumbuhan ekonomi (GDP) pada *trading economic*, *World Bank* dan *Asia Development Bank* (ADB)
4. Total sampel yang diperoleh dari masing-masing perusahaan 6 negara ASEAN, dengan Indonesia dijadikan dasar pertimbangan karena Indonesia yang paling sedikit memenuhi kriteria perusahaan berkapitalisasi besar minus industri keuangan (perbankan, asuransi, lembaga pembiayaan) yang dijadikan sebagai objek penelitian pada tahun 2008-2011.

### Rancangan Analisis dan Uji Hipotesis

Untuk mengetahui mekanisme *balance sheet effect*, maka pengujian asumsi regresi ini dilakukan dengan menggunakan model regresi panel, dan dilakukan dengan 2 tahap, yaitu :

#### Persamaan Regresi: Pengujian Hipotesis

##### Tahap ke 1:

$$Y (\text{Struktur modal})_{it} : \beta + \beta_{1,1} X_{1,1} \text{ ukuran perusahaan} + \beta_{1,2} X_{1,2} \text{ pertumbuhan} + \beta_{1,3} X_{1,3} \text{ risiko} + \beta_{1,4} X_{1,4} \text{ struktur aktiva} + \beta_{1,5} X_{1,5} \text{ non debt tax shield}$$

##### Tahap ke 2:

$$Y (\text{Struktur modal})_{it} : \beta + \beta_{1,1} X_{1,1} \text{ ukuran perusahaan} + \beta_{1,2} X_{1,2} \text{ pertumbuhan} + \beta_{1,3} X_{1,3} \text{ risiko} + \beta_{1,4} X_{1,4} \text{ struktur aktiva} + \beta_{1,5} X_{1,5} \text{ non debt tax shield} + \beta_{2,1} X_{2,1} \text{ suku bunga} + \beta_{2,2} X_{2,2} \text{ inflasi} + \beta_{2,3} X_{2,3} \text{ GDP} + \beta_{2,4} X_{2,4} \text{ Nilai Tukar}$$

## ANALISIS DAN PEMBAHASAN

### Deskriptif Statistik Variabel Penelitian

#### Tabel Deskriptif penelitian

**Tabel Deskriptif Statistik Internal Perusahaan**

Variabel	Indonesia	Malaysia	Filipina	Singapura	Thailand	Vietnam
	cv	Cv	cv	cv	cv	cv
x1 (ukuran)	0.039	0.038	0.038	0.038	0.0378	0.0378
x2 (pertumbuhan)	0.409	0.300	0.349	0.394	0.3655	0.3655
x3 (risiko)	0.650	0.378	0.388	0.374	0.3755	0.3755
x4 (struktur aktiva)	0.376	0.272	0.274	0.274	0.2736	0.2736
x5 (ndts)	0.281	0.169	0.170	0.170	0.1702	0.1702

**Tabel Deskriptif Statistik Eksternal Perusahaan**

Variabel	Indonesia	Malaysia	Filipina	Singapura	Thailand	Vietnam
X6 (suku bunga)	13.45%	5.275%	7.95%	5.4%	6.45%	14%
X7 (nilai tukar)	0.00011U S\$	0.3053US\$	0.02219US\$	0.73084US\$	0.03086US\$	0.00005US\$
x8 (inflasi)	6.275%	2.725%	5.225%	3.8%	2.9%	14.45%
x9 (gdp)	2,722.68 juta US\$	8,257.62 juta US\$	2,067.62 juta US\$	39,491.95 juta US\$	4,353.43 juta US\$	1,208.84 juta US\$

Tabel deskriptif penelitian menunjukkan bahwa koefisien variasi terbesar untuk internal perusahaan adalah Indonesia, sehingga Indonesia mempunyai risiko terbesar dibandingkan negara lainnya. Sedangkan untuk variabel eksternal yang memiliki inflasi dan suku bunga terendah; dan yang memiliki pertumbuhan ekonomi dan nilai tukar valas yang terkuat adalah Singapura

Terdapat persamaan hasil antara Negara Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand dan Vietnam, bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruhnya positif dan signifikan, hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan dipertimbangkan dalam menentukan struktur modal. Sedangkan Indonesia tidak signifikan meskipun tandanya positif. Untuk Indonesia menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak dipertimbangkan dalam penentuan struktur modal, sehingga perusahaan berukuran besar dan kecil dapat melakukan pembiayaan melalui hutang untuk mendanai aktivitas perusahaannya. Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan

Pengaruh Faktor Internal terhadap Struktur Modal  
Tabel Pengaruh Faktor Internal terhadap Struktur Modal

Variabel	Indonesia	Malaysia	Filipina	Singapura	Thailand	Vietnam
X1 (ukuran)	+ tidak signifikan	+ signifikan	+ signifikan	+ signifikan	+ signifikan	+ signifikan
X2 (pertumbuhan)	- tidak signifikan	- signifikan	- signifikan	- signifikan	- signifikan	- tidak signifikan
X3 (risiko)	- tidak signifikan	- tidak signifikan	- tidak signifikan	- tidak signifikan	- tidak signifikan	- tidak signifikan
X4 (struktur aktiva)	+ signifikan	+ signifikan	+ signifikan	+ signifikan	+ signifikan	+ signifikan
X5 ( <i>non debt tax shield</i> )	+ signifikan	- signifikan	- signifikan	- signifikan	- signifikan	- signifikan
Prob. F-stat	Signifikan	Signifikan	Signifikan	signifikan	signifikan	Signifikan

bahwa pada dasarnya perusahaan dengan ukuran yang lebih besar dan kompleks tidak mempunyai kendala untuk mendapatkan dana eksternal (hutang). Oleh karena itu, berdasar pada *Static Trade Off* (STO), *size* berpengaruh positif terhadap *leverage*.

Hal ini disebabkan perusahaan dengan ukuran besar mempunyai risiko kebangkrutan yang kecil dibandingkan dengan perusahaan level yang lebih kecil. Berdasar teori *Pecking order Theory* (POT), Frank & Goyal (2003) dalam hubungannya dengan ukuran perusahaan, *size* mempunyai pengaruh negatif terhadap ukuran perusahaan. Perusahaan dengan level yang lebih kecil mempunyai *asymetric information* yang tinggi dan sedikit untuk mendapatkan sumber dana eksternal (hutang).

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pertumbuhan mempunyai pengaruh terhadap struktur modal yaitu negatif dan signifikan untuk Malaysia, Filipina, Singapura dan Thailand. Sedangkan untuk Indonesia dan Vietnam mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa pertumbuhan dijadikan dasar dalam menentukan struktur modal. Struktur modal bertanda negatif ini menunjukkan bahwa sejalan dengan hipotesis POT, mempunyai dua sinyal yaitu, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan cenderung untuk menjaga dan mempertahankan rasio hutang pada level yang rendah (sinyal negatif) atau perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan melakukan ekspansi dengan cara menggunakan dana eksternal berupa hutang (sinyal positif). Fama dan French (2002) menganggap kedua sinyal tersebut sebagai kompleksitas dari POT. Namun, penelitian ini menganggap bahwa atribut pertumbuhan (*growth*) terhadap *leverage* berpengaruh secara negatif terhadap *leverage* perusahaan (sinyal negatif). Hipotesis *Static Trade Off* mengestimasi terdapat pengaruh negatif antara pertumbuhan (*growth*) dan *leverage*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa risiko untuk 6 negara ASEAN tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa risiko tidak menjadi faktor penentu dalam struktur modal. Penelitian ini sejalan dengan Cassar & Holmes (2003), bahwa perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang besar cenderung memiliki rasio hutang yang rendah. Semakin besar risiko bisnis, penggunaan hutang yang tinggi akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan hutang mereka. Sebagaimana implikasi *trade off theory* menurut Bringham et al (1999) dan Modigliani & Miller (1958), bahwa perusahaan dengan risiko bisnis besar sebaiknya menggunakan hutang lebih kecil dibanding perusahaan yang mempunyai risiko bisnis rendah.

Struktur Aktiva menunjukkan pengaruh positif dan signifikan untuk enam negara ASEAN, hal ini menunjukkan semakin banyak *tangibility assets* suatu perusahaan berarti semakin banyak *collateral assets* untuk bisa mendapatkan sumber dana eksternal berupa hutang. Hal ini dikarenakan pihak kreditur akan meminta *collateral assets* untuk *back-up* hutang. Berdasar pada teori STO, *assets tangibility* berpengaruh positif terhadap *leverage*. Harris dan Raviv (1991) menyatakan perusahaan dengan level *fixed assets* yang rendah mempunyai lebih banyak masalah *asymmetric information* dibandingkan perusahaan dengan level *fixed assets* yang tinggi. Perusahaan dengan level *fixed assets* yang tinggi umumnya adalah perusahaan yang besar, yang dapat menerbitkan saham dengan harga yang *fair* sehingga tidak menggunakan hutang untuk mendanai investasi. Dengan demikian berdasar pada teori POT *tangibility assets* berpengaruh negatif terhadap *leverage*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ndts untuk Indonesia bertanda positif, sehingga manfaat penggunaan pajak lebih besar dibandingkan dengan Negara Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand, dan Vietnam. Hasil ini menunjukkan bahwa Proposisi Modigliani-Miller (1958) tentang struktur modal menjadi relevan manakala memasukkan unsur pajak, karena bunga yang dibayarkan akibat menggunakan hutang dapat mengurangi pendapatan kena pajak (*tax shield*). Oleh karena itu, perusahaan yang dikenai pajak tinggi, pada batas tertentu sebaiknya menggunakan banyak hutang. Ozkan (2001), Sayilgan *et al* (2006) menemukan hubungan negatif antara NDTs dengan *leverage*. Namun Mao (2003), Eldomiaty *et al* (2005), Akhtar (2005) menunjukkan hasil NDTs berpengaruh positif terhadap *leverage*.

### **Pengaruh faktor Internal dan Eksternal terhadap Struktur Modal**

*Balance sheet effect* dapat terjadi pada:

### 1. Indonesia

Ukuran perusahaan untuk pengaruh faktor internal terhadap struktur modal + tidak signifikan menjadi signifikan, hal ini menunjukkan adanya *balance sheet effect* bahwa faktor makro akan berpengaruh terhadap faktor mikro sehingga menyebabkan ukuran perusahaan berpengaruh positif secara signifikan terhadap struktur modal, sehingga perusahaan besar yang melakukan diversifikasi cenderung memanfaatkan kapasitas hutang yang tinggi dan mempunyai kemampuan untuk untuk mengembalikan hutang-hutangnya akan mendapat kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan hutang dalam jumlah besar (Ozkan, 2001).

### 2. Filipina

Ukuran perusahaan berubah dari positif signifikan untuk pengaruh faktor internal terhadap struktur modal menjadi menjadi negatif signifikan untuk pengaruh faktor internal dan eksternal terhadap struktur modal. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan menjadi faktor yang dipertimbangkan dalam penentuan struktur modal di Filipina. Arah negatif ini menunjukkan bahwa penelitian ini sejalan dengan Frank&Goyal (2003).



### **3. Singapura**

Temuan penelitian menunjukkan bahwa pertumbuhan dan *non debt tax shield* berubah dari negatif signifikan untuk pengaruh faktor internal terhadap struktur modal menjadi negatif dan tidak signifikan untuk pengaruh faktor internal dan eksternal terhadap struktur modal. Hasil ini menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak menjadi faktor penentu struktur modal, penelitian ini sejalan dengan Kallapur&Trombley 1999. Sedangkan risiko dari negatife tidak signifikan menjadi negatif signifikan, hal ini disebabkan karena risiko perusahaan menjadi faktor penentu dalam struktur modal. Sehingga perusahaan yang berisiko tinggi akan susah mendapatkan pinjaman

### **4. Thailand**

Temuan penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan untuk struktur aktiva dan *non debt tax shield* dari signifikan menjadi tidak signifikan, hal ini menunjukkan bahwa struktur aktiva dan *non debt tax shield* menjadi faktor tidak dipertimbangkan dalam penentuan struktur modal, meskipun dengan arah yang sama yaitu negatif

### **5. Vietnam**

Temuan penelitian menunjukkan perbedaan untuk ukuran perusahaan menjadi negatif signifikan, hal ini menunjukan bahwa ukuran perusahaan menjadi faktor yang dipertimbangkan dalam penentuan struktur modal di Vietnam . Arah negatif ini menunjukkan bahwa penelitian ini sejalan dengan Frank&Goyal (2003).

Temuan penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan untuk struktur aktiva dan *non debt tax shield* dari signifikan menjadi tidak signifikan, hal ini menunjukkan bahwa struktur aktiva dan *non debt tax shield* menjadi faktor tidak dipertimbangkan dalam penentuan struktur modal, meskipun dengan arah yang sama yaitu negatif

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

1. Faktor ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal untuk enam negara ASEAN,
2. Pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal di Negara Malaysia, Filipina, dan Thailand; Sedangkan untuk Indonesia, Singapura dan Vietnam faktor pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan;
3. Hasil penelitian menunjukkan faktor risiko keuangan mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal untuk 5 negara ASEAN yaitu : Indonesia, Malaysia, Filipina, Thailand dan Vietnam; sebaliknya untuk Singapura menunjukkan bahwa faktor risiko keuangan mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal, hal ini menunjukkan bahwa faktor risiko keuangan dipertimbangkan dalam menentukan struktur modal. Risiko keuangan negatif menunjukkan bahwa semakin besar risiko keuangan maka struktur modal menurun
4. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur aktiva mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal untuk Singapura, Malaysia, dan Filipina; Sedangkan untuk Indonesia, Thailand dan Vietnam mempunyai pengaruh positif tetapi tidak signifikan;
5. Hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor *non det tax shield* berpengaruh negatif dan signifikan untuk terhadap struktur modal untuk Negara Indonesia dan Malaysia; Sedangkan untuk Thailand, Singapura, Filipina dan Vietnam mempunyai pengaruh negatif tidak signifikan.
6. Hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor tingkat suku bunga terhadap struktur modal mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan untuk negara Indonesia, Filipina, dan Vietnam sedangkan untuk Negara Malaysia, Thailand dan Singapura mempunyai pengaruh positif dan tidak signifikan. Perbedaan ini disebabkan karena suku bunga Negara Malaysia, Thailand dan Singapura lebih rendah daripada Negara Indonesia, Filipina dan Vietnam
7. Hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor nilai tukar valas mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap struktur modal untuk Indonesia, Malaysia,

Singapura dan Thailand; Selanjutnya pengaruh nilai tukar valas terhadap struktur modal untuk Vietnam positif dan tidak signifikan

8. Hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor tingkat inflasi terhadap struktur modal mempunyai pengaruh negatif dan signifikan untuk negara Indonesia, Filipina, dan Vietnam sedangkan untuk Negara Malaysia, Thailand dan Singapura mempunyai pengaruh positif dan signifikan. Perbedaan ini disebabkan karena inflasi Negara Malaysia, Thailand dan Singapura lebih rendah daripada Negara Indonesia, Filipina dan Vietnam
9. Hasil penelitian menunjukkan bahwa faktor pertumbuhan ekonomi terhadap struktur modal mempunyai pengaruh negatif dan signifikan untuk negara Indonesia, Filipina, dan Vietnam sedangkan untuk Negara Malaysia, Thailand dan Singapura mempunyai pengaruh positif dan signifikan. Perbedaan ini disebabkan karena pertumbuhan ekonomi untuk Negara Malaysia, Thailand dan Singapura lebih tinggi daripada Negara Indonesia, Filipina dan Vietnam.
10. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh internal perusahaan terhadap struktur modal untuk 6 negara ASEAN. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran, pertumbuhan, risiko, struktur aktiva dan ndts perusahaan dapat dipertimbangkan menentukan struktur modal
11. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh internal dan eksternal perusahaan terhadap struktur modal untuk enam negara ASEAN. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran, pertumbuhan, risiko, struktur aktiva dan ndts perusahaan, suku bunga, inflasi, nilai tukar, GDP dapat dipertimbangkan menentukan struktur modal

#### **Saran**

1. Faktor internal harus diperhitungkan secara bersama-sama dengan faktor eksternal dalam memperhitungkan struktur modal, karena faktor makro akan berpengaruh terhadap faktor mikro (*balance sheet effect*) dalam menjadi penentu struktur modal
2. Untuk investor yang akan berinvestasi harus mempertimbangkan variable- variable yang signifikan terhadap struktur modal pada masing-masing negara ASEAN, khususnya Indonesia adalah ukuran perusahaan, *non debt tax shield*, inflasi dan pertumbuhan ekonomi
3. Penelitian selanjutnya agar mempertimbangkan keputusan keuangan terhadap nilai perusahaan, selain struktur modal, misalnya keputusan deviden dan keputusan investasi dalam meningkatkan struktur modal.

## DAFTAR PUSTAKA

- Akhtar, Shumi. (2005), "The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporation", *Australian Journal of Management*. Vol. 30 No.2, pp.321-341.
- Baker, Malcolm and Jeffrey Wurgler (2002), "Market Timing and Capital Structure". *The Journal of Finance*, Vol LVII, pp.1-32.
- Baskin, J. (1989), "An Empirical Investigation of The Pecking Order Hypothesis", *Journal of Finance*, Spring edition.
- Berger, Allen N and Emilia B di Patti (2003), "Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry". *Working Paper*. USA: Wharton Financial Institutions Center, pp.1-38.
- Bevan, A.A., J. Danbolt (2002), "Capital structure and its determinants in the UK – a decompositional analysis". *Applied Financial Economics*, Vol 12, pp.159-170.
- Bevan, A.A., J. Danbolt (2004), "Testing for inconsistencies in the estimation of UK capital structure determinants". *Applied Financial Economics*, Vol 14, pp.55-66.
- Bhaduri, Saumitra N. (2002), "Determinants of capital structure choice: a study of the Indian corporate sector". *Applied Financial Economics*, Vol.12, pp.655-665.
- Booth, Laurence., V. Aivazian, A. D. Kunt, and V. Maksimovic (2001), "Capital Structures in Developing Countries". *The Journal of Finance*, Vol.LVI, No.1, 87-130.
- Cassar, Gavin., Scott Holmes (2003). "Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence". *Accounting and Finance*. Vol. 43. pp. 123-147.
- Chen, Jian., Roger Strange (2005). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies". *Economic Change and Restructuring*, Vol 38, 11-35.
- Chen, Linda H. and George J. Jiang (2001), "The Determinants of Dutch Capital Structure Choice". *SOM-theme E*. [www.ub.rug.nl/eldoc/som/e/01E55/01e55.pdf](http://www.ub.rug.nl/eldoc/som/e/01E55/01e55.pdf)
- Eldomiaty, Tarek Ibrahim., Chong Ju Choi, Philip Cheng (2005), "Testing Debt Signaling Hypothesis for Making Investment Decisions in Transitional Market: Evidence

- from Egypt”. *Investment Management and Financial Innovations*. Vol. 4, pp. 174-191.
- Fama, Eugene F and Kenneth R. French (2002), “Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividend and Debt”. *Review of Financial Studies*. Vol. 5, pp.1-33.
- Fama, Eugene F and Kenneth R. French (2000), “Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividend and Debt”. *Working Paper*, University of Chicago.
- Frank, Murray Z and Vidhan K Goyal (2003). “Capital Structure Decisions”. *Journal of Financial Economics*. Vol.67, pp.217-248.
- Gurcharan, S. A., 2010: A Review of Optimal Capital Structure Determinant of Selected ASEAN Countries. *International Research Journal of Finance and Economics*, 47, 30-41
- Harris, Milton and Arthur Raviv (1991), “The Theory of Capital Structure: Model Based on Agency Costs” *The Journal of Finance*. Vol XLV!, No.1, pp. 297-353.
- Hoshi, Takeo., Anil Kashyap and David Scharfstein (1991), “Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence From Japanese Industrial Groups”, *The Quarterly Journal of Economics*, February 1991, pp.33-60.
- Huang, S.G.H. and F.M. Song (2002), “The Determinant of Capital Structure: Evidence from China”. *Working Paper*. The University of Hongkong.
- Jensen, Michael C. and W.H. Meckling. (1976), “Theory of Firm: Theory of Firm Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol 3, No.4, pp.305-360.
- Mao, Connie X. (2003), “Interaction of Debt Agency Problems and Optimal Capital Structure: Theory and Evidence”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38, No.2, pp.399-423.
- Modigliani, F. and M.H. Miller (1958), “The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment”, *American Economic Review*, Vol.48, No.13, pp.261-297.
- Myers, Stewart C. (2001), “Capital Structure”. *Journal of Economic Perspectives*, Vol.15, No.2, pp.81-102.

- Ng, Chin Huat, 2008, The Determinants of Capital Structure : Evidence from Selected ASEAN Countries, Faculty of Business and Accountancy, Masters,Dissertations : MBA, <http://hdl.handle.net/1812/751>
- Ozkan, A.,(2001),”Determinans of capital structure and adjustment to long-run target:evidence from UK company panel data”. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 28, pp.175-199.
- Panno, A (2003), “An Empirical Investigation on The Determinants of Capital Structure:the UK and Italian Experience”, *Applied Financial Economics*, Vol 13, pp.97-112.
- Piper, Thomas R and Wolf A Weinhold (1982), “How Much Debt is Right for Your Company?” *Harvard Business Review*, pp.106-117.
- Rajan, Raghuram and Luigi Zingales (1995), “What Do We Know about CapitalStructure? Some Evidence from International Data”. *The Journal of Finance*, Vol. 1, No.5, pp.1421-1460.
- Sayilgan, Guven., Hakan Karabacak, and Guray Kucukkocaoglu. (2006), “The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence From Turkish Panel Data”. *Investment Management and Financial Innovations*, Vol.3, Issue3, p125-139.
- Shashi Kumar, *The Determinants of capital Structure Decision of Selected ASEAN Countries, Faculty of Business And Accountancy, University of Malaya*
- Song, Han-Suck (2004), “Capital Structure Determinants: An Empirical study of Swedish Companies”. Presented at Conference “Innovation Entrepreneurship and Growth”. Stockholm, November 18-20.
- Titman, Sheridan and Roberto Wessels (1988). “The Determinants of Capital Structure Choice”. *Journal of Finance*, Vol.XLIII, No.1, pp.1-19.
- Tong, Guanqun., and Christoper J.Green (2005), “Pecking Order or Trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies”. *Applied Economics*, 37, pp.2179-2189.
- Voulgaris, F., D. Asteriou, and G. Agiomirgianakis (2002), “Capital structure, asset utilization, profitability and growth in the Greek manufacturing sector”. *Applied Economics*. Vol 34, pp.1379-1388.

*Balance Sheet Effect* Sebagai Penentu Determinan Struktur Modal Enam Bursa Efek Pada  
Negara-Negara Asean

Werner Ria Murhadi, Determinan Struktur Modal: Studi di Asia Tenggara, *JURNAL  
MANAJEMEN DAN KEWIRUSAHAAN*, VOL.13, NO. 2, SEPTEMBER 2011:  
91-98

Wiwattanakantang, Y. (1999). "An Empirical Study on The Determinants of the Capital  
Structure of Thai firms" *Pacific Basin Finance Journal*. Vol. 7, pp. 371-403.





