

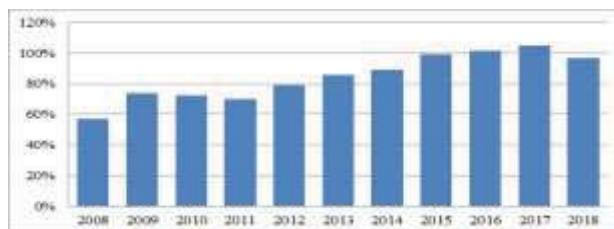
BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Struktur modal merupakan salah satu pembahasan penting di dalam manajemen keuangan perusahaan. Struktur modal membahas mengenai bauran sumber pendanaan jangka panjang yang akan digunakan perusahaan untuk mendukung terlaksananya aktivitas bisnis dan operasional yang telah direncanakan perusahaan. Di dalam menentukan struktur modal yang optimal, manajer keuangan perusahaan diharuskan menentukan tingkat utang dan ekuitas yang tepat, serta mampu menaikkan nilai perusahaan (Pais, 2017). Salah satu sumber pendanaan dalam struktur modal adalah penggunaan utang sebagai sumber pendanaan jangka panjang perusahaan.

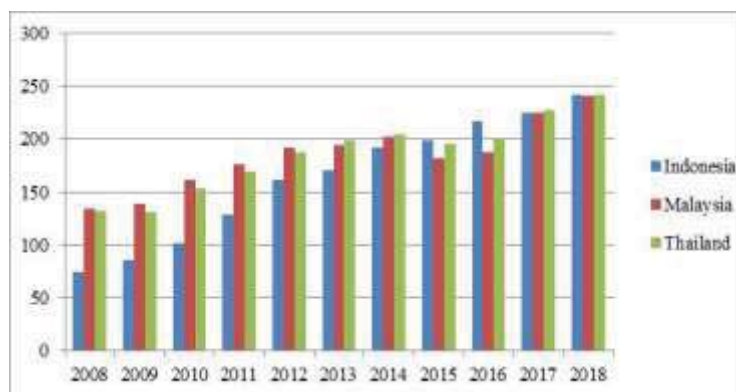
Dilihat secara global, utang korporasi meningkat antara tahun 2008 hingga tahun 2018. Dari data *Bank for International Settlement* (2021) diketahui jika tingkat utang terhadap GDP meningkat dari sekitar 78% pada tahun 2008 menjadi sebesar 92% pada tahun 2018, dengan kontribusi terbesar berasal dari perusahaan pada negara-negara yang masuk ke dalam klasifikasi *emerging market economies* dengan persentase utang korporasi terhadap GDP pada negara *emerging market economies* meningkat sebesar 40% dari sebesar 57% menjadi 96,9%.



Gambar 1. 1 Presentase Utang Korporasi Terhadap GDP Pada Negara *Emerging Market* Tahun 2008-2018

Sumber: data *Bank for International Settlement* diolah

Beberapa negara ASEAN yang termasuk ke dalam *emerging market economies* seperti Indonesia, Malaysia dan Thailand juga mengalami peningkatan proporsi utang korporasi terhadap GDP. Dari *Bank for International Settlement* (2021) utang korporasi Indonesia pada tahun 2018 adalah sebesar 242 miliar USD. Jumlah tersebut meningkat sebesar 223% dibandingkan pada tahun 2008 yang hanya sebesar 75 miliar USD, Kemudian Malaysia dengan jumlah utang korporasi sebesar 240 miliar USD yang mengalami peningkatan sebesar 79% dibandingkan pada tahun 2008 yang berada pada kisaran 134 miliar USD. Beberapa perusahaan di Thailand juga menggunakan utang sebagai sumber pendanaan eksternal mereka, hal ini dilihat dari utang korporasi yang meningkat antara tahun 2008 hingga tahun 2018. Data *Bank for International Settlement* (2021) menunjukkan jika utang korporasi meningkat sebesar 83%, dari sebesar 132 miliar USD pada tahun 2008 menjadi sebesar 242 miliar USD pada tahun 2018.



Gambar 1. 2Total Utang Korporasi Negara Indonesia, Malaysia, dan Thailand Tahun 2008-2018 dalam Miliar USD

Sumber: data *Bank for International Settlement* diolah

Data tersebut dapat menjadi salah satu indikasi, jika perusahaan masih memilih utang sebagai alternatif sumber pendanaan untuk menjalankan aktivitas bisnis mereka. Beberapa manajer keuangan memutuskan untuk menggunakan utang sebagai sumber pendanaan eksternal mereka setelah mempertimbangkan biaya modal yang dikeluarkan perusahaan. Utang banyak dipilih sebagai sumber pendanaan,

karena memiliki biaya modal yang jauh lebih murah dibandingkan dengan menggunakan sumber pendanaan dari ekuitas (Huang dan Shang, 2018). Penelitian mengenai struktur modal perusahaan, sejauh ini hanya memfokuskan pada keputusan struktur modal perusahaan yang bersifat independen. Independen berarti tidak adanya keterkaitan atau pengaruh antara perusahaan satu dengan perusahaan lainnya dalam menentukan struktur modal perusahaan yang optimal. Independensi dari struktur modal perusahaan, sejalan dengan pernyataan dari Modigliani dan Miller (1958) dikutip dari Pais (2017) menyatakan jika struktur modal perusahaan bersifat independen, dan hanya dipengaruhi oleh faktor perusahaan itu sendiri, salah satunya adalah karakteristik perusahaan.

Sebagai bukti dari pernyataan Modigliani dan Miller tersebut, beberapa penelitian menggunakan karakteristik perusahaan sebagai determinan dari struktur modal perusahaan. Beberapa *proxy* yang sering digunakan dalam menghitung karakteristik perusahaan terdiri dari *profitability*, *firm size*, *liquidity*, *market to book ratio*, *growth opportunity*, *dividend payout ratio* dan *non-debt tax shield* (Kumar et al., 2017; Huang dan Shang, 2018; Panda dan Nanda, 2019; Nguyen et al., 2021). Selain tujuh *proxy* di atas, terdapat *proxy* lain yang diantaranya adalah *managerial ownership*, *uniqueness*, *operating cash flow*, *business risk*, *bankruptcy*, *agency cost*, *managerial skills*, *capital expenditure*, *R&D expense*, *abnormal earnings*, *assets maturity*, *assets volatility*, *earnings volatility*, dan *effective tax rates* (Kumar et al., 2017; Huang dan Shang, 2018; Panda dan Nanda, 2020). Meskipun masih banyak penelitian struktur modal yang bersifat independen, tetapi penelitian Leary dan Roberts (2014) berhasil membuktikan jika struktur modal perusahaan dapat bersifat interdependen.

Interdependensi struktur modal perusahaan dilihat melalui kesamaan *leverage* perusahaan terhadap *leverage* perusahaan *peer*, pada perusahaan sampel di Amerika Serikat. Kesamaan *leverage* terjadi karena

manajer keuangan perusahaan lebih memilih untuk meniru *leverage* perusahaan *peer* dibandingkan menggunakan informasi pribadi untuk menetapkan tingkat *leverage* perusahaan yang optimal. Tindakan yang dilakukan manajer keuangan dalam meniru *leverage* perusahaan *peer* disebut sebagai perilaku *herding* (Leary dan Roberts, 2014). Keputusan yang dibuat oleh perusahaan *peer* yang merupakan perusahaan lain yang berada pada satu industri yang sama. Tindakan untuk meniru keputusan perusahaan *peer* dianggap lebih baik dibandingkan dengan membuat keputusan sendiri berdasarkan informasi yang diterima. Faktor yang mendorong manajer keuangan untuk melakukan perilaku *herding* adalah ketidakpercayaan manajer terhadap kemampuan mereka dalam menentukan tingkat *leverage* yang optimal bagi perusahaan (Leary dan Roberts, 2014). Ketidakpercayaan yang dirasakan manajer keuangan dapat terjadi ketika mereka menerima banyak informasi, dan mereka tidak bisa memilah informasi yang benar-benar berguna bagi keputusan struktur modal perusahaan (Leary dan Roberts, 2014). Selain faktor yang disebutkan oleh Leary dan Roberts (2014), Orlando (2017) mengungkapkan faktor lain yang mendorong manajer keuangan melakukan perilaku *herding* berkaitan dengan motif kompensasi yang diterima oleh manajer keuangan serta posisi kompetitif perusahaan.

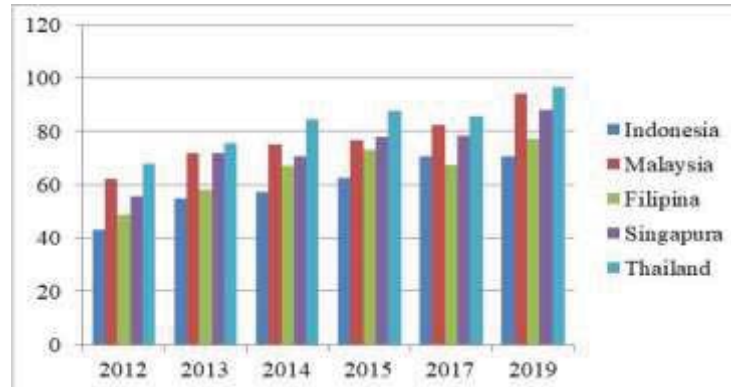
Berkaitan dengan Teori *Signaling*, Irawan (2013) menuliskan jika perusahaan lebih memilih untuk menaikkan tingkat *leverage* dengan meniru tingkat *leverage* perusahaan *peer*, untuk menunjukkan sinyal kepada investor jika perusahaan sedang dalam kondisi bagus. Hal tersebut yang disebut sebagai reputasi semu. Faktor lainnya yang mendorong manajer keuangan lebih memilih melakukan perilaku *herding*, dalam menetapkan tingkat *leverage* perusahaan karena adanya *share blame effect* (Leary dan Roberts, 2014). *Share blame effect* dilakukan dengan berbagi kerugian antara perusahaan satu dengan perusahaan karena telah mengikuti keputusan perusahaan *peer* (Leary dan Roberts). Hal tersebut akan mengakibatkan manajer keuangan merasa lebih baik karena mereka

menganggap jika kerugian tersebut adalah hal yang wajar dan dialami oleh seluruh perusahaan, sehingga reputasi perusahaan akan tetap aman. Sehingga Jauh lebih baik bagi manajer keuangan perusahaan satu dan yang lainnya untuk mengikuti keputusan perusahaan *peer* dalam menetapkan tingkat *leverage* dengan demikian, ketika keputusan tersebut ternyata merugikan, perusahaan tidak akan dipandang rugi sendirian karena kerugian tersebut juga dialami oleh perusahaan lainnya (Leary dan Roberts, 2014).

Mendukung hasil temuan Leary dan Roberts (2014), penelitian Francis, Hasan dan Kostova (2016) berhasil membuktikan, jika manajer keuangan perusahaan sampel dari 48 negara melakukan perilaku *herding* dengan mempertimbangkan *leverage* perusahaan *peer* untuk menetapkan *leverage* perusahaan. Temuan berikutnya dilakukan Pais (2017) yang membuktikan jika manajer keuangan perusahaan kecil dan kurang sukses cenderung melakukan perilaku *herding* dengan meniru *leverage* perusahaan *peer* yang lebih besar dan sukses. Sebagai bentuk pengembangan dari penelitian Leary dan Roberts (2014), Fairhurst dan Nam (2020) menambahkan *corporate governance* untuk mengetahui pengaruhnya terhadap perilaku *herding* dalam meniru struktur modal perusahaan *peer*, pada perusahaan sampel di Amerika Serikat.

Detthamrong et al. (2017) mendefinisikan *corporate governance* sebagai serangkaian sistem yang mengarahkan, dan mengontrol agar perusahaan beroperasi sesuai dengan kepentingan para *stakeholder*. Dilihat berdasarkan data *Asian Development Bank* (2019), perusahaan-perusahaan di kawasan ASEAN-5 semakin memperhatikan mekanisme *corporate governance* yang mereka jalankan. Hal tersebut ditunjukkan dengan peningkatan skor *corporate governance* antara tahun 2012 hingga 2019 yang cenderung meningkat, dengan rata-rata peningkatan sebesar 35%. Pada tahun 2019, tiga negara dengan rata-rata skor *corporate governance* terbesar adalah Thailand dengan rata-rata skor 97, kemudian

Malaysia dengan rata-rata skor sebesar 94, dan terakhir Singapura dengan rata-rata skor sebesar 88.



Gambar 1. 3 Rata-rata Skor *Corporate Governance* Berdasarkan Negara di Kawasan ASEAN-5

Sumber: *Asian Development Bank* diolah

Dari data di atas menunjukkan jika *corporate governance* merupakan sebuah mekanisme yang penting pada aktivitas perusahaan. Fairhurst dan Nam (2020) menuliskan jika hubungan antara *corporate governance* terhadap perilaku herding dapat dijelaskan melalui *Quiet Life Hypothesis*. Pada *Quiet Life Hypothesis*, manajer keuangan perusahaan dengan *corporate governance* yang buruk akan memaksimalkan utilitas mereka dalam menetapkan struktur modal dengan biaya yang lebih rendah (Fairhurst dan Nam, 2020). Perusahaan dengan *corporate governance* yang buruk, cenderung memiliki sistem pengawasan yang lemah. Akibatnya, Hal tersebut mendorong manajer keuangan untuk melakukan perilaku herding dengan meniru struktur modal perusahaan *peer*. Tindakan tersebut dipilih karena meniru hanya memerlukan sedikit biaya, dibandingkan dengan memutuskan struktur modal dengan menggunakan informasi yang ada (Pais, 2017). Penelitian dari Fairhurst dan Nam (2020) menggunakan *institutional ownership concentration* dan *takeover index* sebagai komponen dari *corporate governance*, dan kemudian membagi sampel ke dalam dua kelompok utama, yaitu perusahaan sampel dengan *strong corporate governance* dan perusahaan sampel dengan *weak corporate governance*.

Penelitian tersebut berhasil menemukan jika perilaku herding lebih banyak dilakukan sampel perusahaan dengan *weak corporate governance*, yakni perusahaan dengan nilai *takeover index* rendah, dan konsentrasi *institutional ownership* yang rendah. Hasil Penelitian Fairhurst dan Nam (2020) memberikan peluang untuk mengembangkan penelitian lebih lanjut antara *corporate governance* dan *perilaku herding* dalam penetapan struktur modal perusahaan. pengembangan tersebut adalah dengan menjadikan *corporate governance* sebagai *variabel moderasi*, untuk kemudian melihat apakah *corporate governance* memperlemah atau memperkuat pengaruh *leverage* perusahaan *peer* terhadap *leverage* perusahaan.

Berdasarkan pemaparan sebelumnya, penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh *leverage* perusahaan *peer* terhadap *leverage* perusahaan, dengan menambahkan *corporate governance* sebagai variabel moderasi. Perusahaan sampel diambil dari lima negara yang terletak pada kawasan ASEAN, yakni Indonesia, Malaysia, Singapura, Thailand dan Filipina atau disebut sebagai kawasan ASEAN-5.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah dijelaskan di atas, maka rumusan masalah yang dapat diajukan dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah *leverage* perusahaan *peer* berpengaruh terhadap *leverage* perusahaan di kawasan ASEAN-5?
2. Apakah *corporate governance* memoderasi pengaruh *leverage* perusahaan *peer* terhadap *leverage* perusahaan di kawasan ASEAN-5?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah tersebut, maka tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah:

1. Untuk membuktikan mengenai adanya pengaruh *leverage* perusahaan *peer* terhadap *leverage* perusahaan di kawasan ASEAN-5.
2. Untuk mengetahui peran *corporate governance* dalam memoderasi pengaruh *leverage* perusahaan *peer* terhadap *leverage* perusahaan di kawasan ASEAN-5.

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi beberapa pihak, diantaranya:

1. Bagi penulis, penelitian ini dapat digunakan sebagai sarana pengetahuan dan pembelajaran mengenai pengaruh *leverage* perusahaan *peer* terhadap *leverage* perusahaan, serta peran *corporate governance* dalam memoderasi pengaruh *leverage* perusahaan *peer* terhadap *leverage* perusahaan di kawasan ASEAN-5.
2. Bagi peneliti berikutnya, penelitian ini dapat dijadikan referensi untuk menambah informasi dan pengetahuan mengenai pengaruh *leverage* perusahaan *peer* terhadap *leverage* perusahaan, serta peran *corporate governance* dalam memoderasi pengaruh *leverage* perusahaan *peer* terhadap *leverage* perusahaan di kawasan ASEAN-5.
3. Bagi manajer keuangan perusahaan, penelitian ini dapat digunakan sebagai informasi, terutama terkait pengaruh *leverage* perusahaan *peer* terhadap *leverage* perusahaan, serta peran *corporate governance* dalam memoderasi pengaruh *leverage* perusahaan *peer* terhadap *leverage* perusahaan di kawasan ASEAN-5.
4. Bagi investor, penelitian ini dapat digunakan sebagai informasi terkait sumber pendanaan yang digunakan perusahaan dalam melakukan aktivitas bisnisnya, dan dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan sebelum menginvestasikan dana pada perusahaan pilihan.

1.5 Sistematika Penulisan

Penyusunan penelitian disajikan secara berurutan dengan sistematika penulisan sebagai berikut:

BAB 1: PENDAHULUAN

Pada bab 1 dibahas mengenai latar belakang penelitian, rumusan masalah, tujuan, manfaat, dan sistematika penulisan.

BAB 2: TINJAUAN PUSTAKA

Pada bab 2 dibahas mengenai landasan teori dan konsep yang digunakan serta hasil penelitian sebelumnya yang berkaitan dengan penelitian, hipotesis penelitian, model analisis, dan kerangka berpikir.

BAB 3: METODE PENELITIAN

Pada bab 3 dibahas mengenai pendekatan penelitian yang digunakan, identifikasi variabel penelitian, definisi operasional variabel dan pengukuran variabel, jenis dan sumber data, prosedur penentuan sampel, prosedur pengumpulan data dan teknik analisis yang digunakan dalam penelitian tersebut.

BAB 4: HASIL DAN PEMBAHASAN

Pada bab 4 dibahas mengenai gambaran secara umum mengenai objek penelitian, deskripsi dari setiap variabel penelitian, hasil uji asumsi klasik, analisis model dan pengujian model, serta pembahasan penelitian

BAB 5: PENUTUP

Pada bab 5 dijelaskan simpulan hasil analisis yang dihasilkan berdasarkan pembahasan sebelumnya, serta saran dari penulis mengenai penelitian ini.