

## RINGKASAN

Dwi Cahyaningdyah, Program Doktor Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga, Surabaya, September 2019, **Deviasi Leverage dan Perilaku struktur modal Perusahaan-Perusahaan yang Listing di Bursa Efek Indonesia**

Promotor: Basuki

Ko-Promotor: Andry Irwanto

Bagaimana perusahaan mendanai investasi, merupakan pertanyaan penting yang masih terus diteliti dalam *corporate finance* karena keputusan perusahaan dalam memilih sumber pendanaan akan mempengaruhi struktur modal perusahaan. Tiga teori yang dominan diteliti dalam teori struktur modal adalah *trade off theory*, *pecking order theory* dan *market timing theory*. Dalam penelitian struktur modal, ketiga teori tersebut mulai diteliti sebagai komplemen dan bukan lagi sebagai teori tunggal (*stand-alone theory*). Sangat mungkin perusahaan mempertimbangkan dua perilaku pendanaan yang diwakili oleh dua teori berbeda secara simultan dalam keputusan pendanaan perusahaan. Penelitian ini meneliti *trade off theory* dan *market timing theory* sebagai komplemen yang dapat menjelaskan perilaku struktur modal perusahaan-perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh perilaku *timing* (yang mewakili *market timing theory*) pada perilaku *targeting* (yang mewakili *trade off theory*) dengan memperhitungkan arah dan besaran (*magnitude*) deviasi, sehingga dapat diidentifikasi dalam kondisi mana perilaku *timing* mendominasi perilaku *targeting* dan sebaliknya dalam kondisi mana perilaku *timing* tidak mempengaruhi perilaku *targeting*.

Analisis dilakukan menggunakan *two-step partial adjustment model*, dimana pada tahap pertama dilakukan estimasi target leverage per industri dengan menggunakan *unbalance panel data* dengan *evIEWS* 10. Tahap kedua dilakukan estimasi kecepatan penyesuaian dan pengaruh perilaku *timing* pada perilaku *targeting* perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Estimasi kecepatan penyesuaian dan analisis pengaruh perilaku *timing* pada perilaku *targeting* dilakukan menggunakan *robust least square regression* dengan *EvIEWS* 10.

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan adanya fenomena asimetri kecepatan penyesuaian antara kelompok perusahaan yang terdeviasi di atas target leverage dan kelompok perusahaan yang terdeviasi di bawah target leverage. Kelompok perusahaan yang *overleverage* memiliki kecepatan penyesuaian yang lebih tinggi dibanding kecepatan penyesuaian kelompok *underleverage*. Hasil ini mengkonfirmasi dugaan bahwa perusahaan-perusahaan yang terdeviasi di atas target leverage menanggung

biaya deviasi yang lebih besar sehingga tekanan untuk kembali ke target juga lebih besar sebagai akibatnya kecepatan penyesuaian ke arah target leverage juga lebih tinggi. Pengujian lebih lanjut dilakukan pada empat kelompok analisis yang dibentuk berdasar arah dan besaran deviasi. Analisis regresi untuk masing-masing kelompok menunjukkan bahwa kecepatan penyesuaian keempat kelompok analisis adalah signifikan secara statistik, dan secara ekonomi menunjukkan ada perbedaan kecepatan penyesuaian antar kelompok yang diperbandingkan (*economically significant*). Kelompok perusahaan yang terdeviasi jauh di atas target menunjukkan kecepatan penyesuaian paling tinggi karena tekanan biaya yang mereka tanggung paling besar dibanding kelompok-kelompok lain, sementara kelompok perusahaan yang terdeviasi dekat di bawah target menunjukkan kecepatan penyesuaian paling rendah karena kelompok perusahaan ini mengganggu biaya deviasi paling kecil dibanding kelompok perusahaan lain. Namun pengujian statistik menunjukkan kecepatan penyesuaian antar kelompok analisis tidak berbeda secara statistik (*statistically insignificant*).

Pengujian pengaruh *timing* pada perilaku *targeting* menunjukkan bahwa pada semua kelompok analisis kecepatan penyesuaian setelah memperhitungkan *timing* tidak berbeda dengan kecepatan penyesuaian sebelum memperhitungkan *timing*. Pada kelompok *overleverage* dan kelompok yang terdeviasi jauh dari target leverage (kelompok *far under* dan *far above*) kondisi ini sesuai dengan yang dihipotesiskan. Pada ketiga kelompok tersebut, tekanan untuk segera kembali ke target adalah besar sehingga apapun kondisi pasar, perusahaan-perusahaan pada ketiga kelompok tersebut akan tetap memprioritaskan kembali ke target leverage. Pada kelompok *underleverage* dan kelompok yang terdeviasi dekat dengan target (*close under* dan *close above*) diduga perilaku *timing* akan memperlambat kecepatan penyesuaian ke arah target leverage, tetapi pengujian statistik menunjukkan kecepatan penyesuaian setelah memperhitungkan *timing* tidak berbeda dengan kecepatan penyesuaian sebelum memperhitungkan *timing*, artinya perilaku *timing* tidak mempengaruhi kecepatan penyesuaian ke arah target leverage. Kondisi ini diduga bersumber dari banyaknya ekuitas yang diperdagangkan pada kondisi *underprice* (harga pasar lebih rendah dari nilai intrinsik saham) pada periode penelitian.

Kata kunci: *trade off theory*, *market timing theory*, perilaku *targeting*, perilaku *timing*, deviasi leverage, kecepatan penyesuaian ke arah target leverage