



UNIVERSITAS INDONESIA

**INTERDEPENDENSI STRUKTUR PERMODALAN
PERUSAHAAN DENGAN STRUKTUR PERMODALAN *PEERS*
MELALUI PERILAKU *HERDING* PADA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA**

DISERTASI

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Doktor dalam Ilmu Manajemen**

**JUDITH FELICIA PATTIWAEI IRAWAN
0606032316**


**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI ILMU MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN
DEPOK
JULI 2013**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Disertasi ini adalah hasil karya saya sendiri, dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : Judith Felicia Pattiwael Irawan

Nomor Mahasiswa: 0606032316

Tanda Tangan : 

Tanggal : Juli 2013

HALAMAN PENGESAHAN

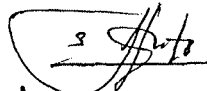
Disertasi ini diajukan oleh

Nama Mahasiswa : Judith Felicia Pattiwael Irawan
NPM : 0606032316
Program Studi : Ilmu Manajemen
Judul Disertasi : Interdependensi Struktur Permodalan Perusahaan dengan Struktur Permodalan *Peers* melalui Perilaku *Herding* pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia

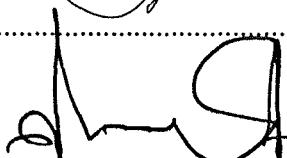
Telah berhasil dipertahankan dihadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Doktor pada Program Studi Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI


Promotor : Bambang Hermanto, Ph.D

(.....

.....)

Ko-Promotor : Ruslan Prijadi, Ph.D


(.....

.....)

Viverita, Ph.D

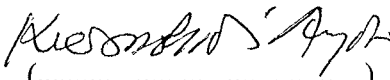
(.....

.....)

Tim Penguji : Prof. Dr. Suroso

(Ketua)

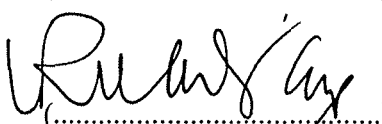
(.....

.....)

Prof. Dr. Kresnohadi Ariyoto K. (Anggota)

(.....

.....)


Dr. Irwan Adi Ekaputra

(Anggota)

(.....

.....)

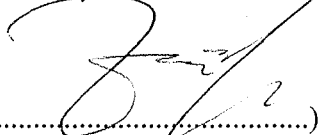
Dr. Sugeng Purwanto

(Anggota)

(.....

.....)

Zaäfri Ananto Husodo, Ph.D

(Anggota)

(.....

.....)

Ditetapkan di : Depok

Tanggal : Juli 2013

UCAPAN TERIMAKASIH

Puji syukur penulis panjatkan ke hadirat Tuhan Yang Maha Kuasa yang telah memberikan anugerahNya dengan tiada putus-putusnya dalam menjalani perjalanan yang panjang untuk menyelesaikan Disertasi ini. Penyusunan Disertasi ini memberikan pengalaman yang sangat berharga melalui serangkaian diskusi serta perenungan sebagai bagian dalam proses pembelajaran untuk memperdalam ilmu pengetahuan.

Disertasi ini dapat diselesaikan setelah melalui perjalanan yang berliku dan penuh dengan kesulitan maupun tantangan. Namun atas bantuan dari berbagai pihak terutama Tim Promotor, maka pada akhirnya dapat diselesaikan. Untuk itu, pada kesempatan ini, izinkan saya menghaturkan terima kasih yang sedalam-dalamnya kepada yang terhormat:

1. Bapak Bambang Hermanto, Ph.D., selaku Promotor yang telah memberikan arahan, juga bimbingan serta jalan keluar ketika penulis menghadapi kebuntuan dalam upaya mengembangkan model analitik serta metode estimasi dalam penelitian ini. Beliau juga selalu memberikan semangat yang menguatkan penulis bahwa segala sesuatu ada jalan keluarnya.
2. Bapak Ruslan Prijadi, Ph.D, selaku Ko-Promotor yang mendorong penulis untuk mengeluarkan buah pikiran melalui pertanyaan-pertanyaan yang kritis dalam mengembangkan model penelitian yang dikembangkan dalam penelitian ini dengan tujuan mempertajam pemahaman penulis. Beliau dengan sabar menanti tiap-tiap perkembangan penulis dengan senantiasa memberikan dorongan terutama disaat penulis sudah merasa sangat tidak berdaya.
3. Ibu Viverita, Ph.D, selaku Ko-Promotor yang memberikan kepada penulis bimbingan serta dorongan agar maju dengan keyakinan, saat menghadapi ujian demi ujian.
4. Bapak Zaafri, Ph.D, yang mempertajam pemikiran penulis melalui pola berpikir yang sistematis sehingga berada pada jalur keilmuan serta membantu penulis dalam menghadapi permasalahan ekonometrika yang dihadapi.
5. Bapak Prof. Dr. Soeroso, selaku Ketua Tim Penguji; Bapak Prof. Dr. Kresnohadi Ariyoto K., Bapak Dr. Irwan Adi Ekaputra, dan Bapak Dr. Sugeng Purwanto selaku Tim Penguji, yang dalam setiap tahapan ujian telah memberikan masukan, kritik, serta saran perbaikan yang membuat Disertasi ini menjadi lebih baik.
6. Bapak Dr. Adi Zakaria Afiff, selaku Ketua Program Pascasarjana Ilmu Manajemen atas dedikasinya yang tinggi dalam menyelenggarakan kegiatan program serta dalam setiap pertemuan senantiasa memberikan dukungan serta dorongan dan mengingatkan penulis untuk segera maju pada tahap berikutnya.
7. Seluruh Staf Pengajar Program Pascasarjana Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia atas dedikasinya yang tinggi dalam proses penyelenggaraan.

8. Pimpinan Fakultas Ekonomi dan Pimpinan Universitas Katolik Parahyangan Bandung, yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk menempuh studi Program Doktor di Universitas Indonesia.
9. Staf Administrasi Akademik Program Pascasarjana Ilmu Manajemen Universitas Indonesia, terutama Devi, yang sudah sangat membantu dalam kelancaran proses penyelesaian Disertasi.
10. Rekan-rekan sejawat Staf Pengajar di Universitas Katolik Parahyangan yang telah memberikan bantuan moril dalam mendukung penyelesaian studi ini
11. Rekan-rekan seperjuangan di Program Pascasarjana Ilmu Manajemen, angkatan 2005, 2006, 2007, dan 2008 atas kebersamaan, diskusi, dan kerjasamanya,

Pada akhirnya, dari lubuk hati penulis yang terdalam, penulis mengucapkan terima kasih kepada kedua orangtua, Ayah (Alm) Drs. Paulus Joseph Pattiwael atas kasih sayang yang telah dicurahkan dan Ibu Sarah Pattiwael atas doa yang tiada putus-putusnya untuk keberhasilan studi ini. Kepada Ibu Mertua Prof. Dr. Sunaryati Hartono, SH yang tiada henti-hentinya memberikan dorongan dan semangat untuk segera menyelesaikan studi ini. Teristimewa kepada suami tercinta Dr. A. Irawan Justiniarto Hartono yang merupakan tempat penulis mencurahkan segala suka maupun duka khususnya selama menghadapi perjalanan yang panjang dan sangat melelahkan ini; merupakan teman diskusi serta dengan setia selalu menemani saat-saat penuh dengan kegalauan serta memberikan keleluasaan dengan membiarkan penulis mengasingkan diri untuk bergumul dengan bacaan-bacaan dan komputer hingga berhari-hari. Sekali lagi, terima kasih untuk kesetiaan yang diberikan dan telah menjadi sumber kekuatanku selama ini. Kepada anakku yang tercinta, Priscilla Felicia Apriliani Irawan, terima kasih atas pengertian yang sudah diberikan selama ini serta menjadi motivasi untuk segera menyelesaikan studi ini. Mohon maaf yang mendalam atas waktu yang telah banyak terlewatkan dimana kita tidak dapat berbagi kegembiraan bersama.

Bandung, Juli 2013

Judith Felicia Pattiwael Irawan

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS
AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIK**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Judith Felicia Pattiwael Irawan
NPM : 0606032316
Program Studi : Ilmu Manajemen
Departemen : Manajemen
Fakultas : Ekonomi
Jenis karya : Disertasi

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti** (*Non-exclusive Royalty-Free Right*) atas karya saya yang berjudul:

**INTERDEPENDENSI STRUKTUR PERMODALAN PERUSAHAAN
DENGAN STRUKTUR PERMODALAN *PEERS* MELALUI PERILAKU
HERDING PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK
INDONESIA**

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalih media/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan mempublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di: Depok
Pada tanggal: Juli 2013
Yang menyatakan



(Judith Felicia Pattiwael Irawan)

ABSTRAK

Nama : Judith Felicia Pattiwael Irawan
Program Studi : Ilmu Manajemen
Judul : Interdependensi Struktur Permodalan Perusahaan dengan Struktur Permodalan *Peers* melalui Perilaku *Herding* pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia

Penelitian-penelitian sehubungan dengan faktor penentu *capital structure* telah berkembang melalui pelonggaran berbagai asumsi yang mendasari proposisi yang dikemukakan Modigliani & Miller (1958). Namun penelitian-penelitian tersebut belum dapat menjelaskan temuan penelitian empiris sehubungan dengan adanya kesamaan *leverage ratio* yang signifikan antar perusahaan dalam satu industri. Aspek perilaku sebagai faktor penentu *capital structure* perusahaan yang dipertimbangkan dalam penelitian ini dapat menjawab temuan penelitian tersebut. Terindikasi adanya interdependensi struktur permodalan perusahaan melalui perilaku *herding* terhadap *peer firms' leverage ratio* yang mendasari kesamaan *leverage ratio* tersebut.

Dalam keputusan struktur permodalan, manajer menyeimbangkan *actual leverage ratio* yang menyimpang di atas target atau di bawah target untuk kembali ke *target leverage*. Melalui perilaku *herding*, manajer mempertimbangkan reputasi perusahaan. Model penggabungan yang dibangun, menggabungkan model *dynamic trade-off* dengan model perilaku *herding*. Model penggabungan dispesifikasikan dalam *error correction mechanism* dan diaplikasikan pada data panel. Tidak adanya masalah endogenitas, maka digunakan proses estimasi *weighted least squares* dalam kajian model empiris.

Proses penyesuaian yang dinamis mencerminkan kecepatan penyesuaian pergerakan untuk kembali ke ekuilibriumnya dengan menurunkan *leverage* karena sedang berada di atas target atau menaikkan *leverage* karena sedang berada di bawah target. Sedangkan upaya mempertahankan reputasi perusahaan dilakukan dengan menaikkan *leverage ratio* untuk mengikuti *peers* sehingga membentuk *pooling equilibrium* pada *high leverage*. Dampaknya, mempengaruhi *speed of adjustment* dalam mencapai *target capital structure* secara tidak simetri. *Speed of adjustment* menjadi dipercepat karena menaikkan *leverage* sebagai upaya menyeimbangkan ke arah target sejalan dengan keputusan menaikkan *leverage* untuk mempertahankan reputasi.

Sedangkan *speed of adjustment* menjadi diperlambat karena menurunkan *leverage* sebagai upaya menyeimbangkan ke arah target tidak sejalan dengan keputusan menaikkan *leverage* dengan maksud mempertahankan reputasi. Keterlibatan aspek perilaku pada keputusan struktur permodalan memberikan perkembangan dalam teori *capital structure*, yaitu *behavior capital structure*, sebagai bagian dari *behavior corporate finance* yang belum banyak mendapat perhatian tetapi mulai berkembang

Kata kunci :
perilaku *herding*, interdependensi, *speed of adjustment*, *behavior capital structure*

ABSTRACT

Name : Judith Felicia Pattiwael Irawan
Program of Study : Management Science
Title of dissertation : The Interdependency between Capital Structure of Company and its Peers through Herding Behavior at Manufacturing Companies in Indonesia

Previous studies on the determinants of capital structure have been evolving by releasing some of the assumptions in the propositions offered by Modigliani and Miller (1958). However, those studies have not been able to satisfactorily explain the significant similarity in firm leverage ratio within the same industry. Behavior aspect that is taken into account in this study can fill the gap. It is indicated that there is interdependency between capital structure of firms through herding behavior and peer firms' leverage ratio, which caused that similarities.

In capital structure decisions, manager balances actual leverage ratio deviating above or below the target back to the optimal leverage ratio. Besides, through herding behavior manager considers the reputation of the company. Unified framework unites these two approaches, dynamic trade-off model and herding behavior model. The constructed unified framework is specified as an error-correction mechanism and applied in panel data. In the absence of endogeneity, weighted least squares estimation process for empirical model is applied.

Dynamic adjustment process reflects the speed of adjustment back to equilibrium by decreasing leverage when above the target and increasing leverage when below the target. The effort to persevere company's reputation was performed by increasing leverage ratio following peers to form pooling equilibrium on high leverage. As a consequence, there has been an asymmetric adjustment in achieving targeted capital structure. Speed of adjustment is accelerated because increasing leverage as an attempt to balance it with the target is in line with the decision to increase leverage to keep company's reputation.

While speed of adjustment slows down because decreasing leverage as an attempt to balance it toward the target is not in line with the decision to promote leverage as an intention to keep reputation. The involvement of behavior aspect in capital structure decision contributed to the development of the theory of capital structure, which is behavior capital structure, as a part of behavior corporate finance that have not been given much attention yet, but starting to grow.

Key words:

herding behavior, interdependency, speed of adjustment, behavior capital structure

DAFTAR ISI

| | |
|---|-----------|
| HALAMAN JUDUL | i |
| HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS | ii |
| LEMBAR PENGESAHAN | iii |
| KATA PENGANTAR..... | iv |
| LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH..... | vi |
| ABSTRAK | vii |
| DAFTAR ISI..... | ix |
| DAFTAR GAMBAR..... | xi |
| DAFTAR TABEL | xi |
| DAFTAR LAMPIRAN | xii |
| 1. PENDAHULUAN..... | 1 |
| 1.1 Latar Belakang Penelitian | 1 |
| 1.1.1 Interdependensi Keputusan Struktur Permodalan | 1 |
| 1.1.2 Perilaku <i>Herding</i> dalam Keputusan Struktur Permodalan | 2 |
| 1.1.3 Pengertian Perilaku <i>Herding</i> , Motivasi, dan <i>Behavior Cost</i> | 4 |
| 1.1.4 Fenomena Perilaku <i>Herding</i> di Indonesia | 9 |
| 1.2 Kesenjangan Penelitian | 10 |
| 1.2.1 Kesenjangan Penelitian mengenai Keberadaan Target Struktur Permodalan | 10 |
| 1.2.2 Kesenjangan Penelitian mengenai Asumsi Pelaku Rasional dan Tidak Rasional | 13 |
| 1.2.3 Kesenjangan Penelitian dalam Model Penggabungan..... | 16 |
| 1.2.4 Kesenjangan Penelitian dalam Sinyal Reputasi | 22 |
| 1.2.5 Kesenjangan Penelitian dalam <i>Behavior Corporate Finance</i> | 23 |
| 1.3 Pertanyaan dan Tujuan Penelitian | 28 |
| 1.3.1 Pertanyaan Penelitian | 28 |
| 1.3.2 Tujuan Penelitian..... | 29 |
| 1.4 Kontribusi Penelitian..... | 30 |
| 1.4.1 Kontribusi Teoretik | 31 |
| 1.4.2 Kontribusi Metodologi | 32 |
| 1.4.3 Kontribusi Manajerial | 33 |
| 1.5 Sistematika Pembahasan | 34 |
| 2. TINJAUAN LITERATUR | 35 |
| 2.1 Perkembangan Teori <i>Capital Structure</i> | 35 |
| 2.1.1 <i>Dynamic Adjustment Capital Structure Model</i> | 35 |
| 2.1.2 Teori <i>Pecking Order</i> | 38 |
| 2.1.3 Teori <i>Signalling</i> | 42 |
| 2.1.4 Teori <i>Free Cash Flow</i> | 46 |
| 2.1.5 Teori <i>Market Timing</i> | 47 |
| 2.2 <i>Behavior Corporate Finance</i> | 50 |
| 2.3 Perilaku <i>Herding</i> | 59 |
| 2.4 Model Penggabungan | 65 |
| 2.5 Model <i>Dynamic Capital Structure</i> | 69 |
| 2.6 Asimetri <i>Speed of Adjustment</i> | 75 |
| 2.7 Penurunan Model <i>Error Correction</i> dari Model <i>ARDL (1,1)</i> | 76 |
| 2.8 Permasalahan Endogenitas | 78 |

| | |
|---|------------|
| 3. MODEL ANALITIK, MODEL EMPIRIS DAN HIPOTESIS PENELITIAN | 80 |
| 3.1 Model Analitik | 82 |
| 3.1.1 Batasan dalam Spesifikasi Dinamik Model <i>Error Correction</i> | 82 |
| 3.1.2 Model Spesifikasi Umum Dinamis dari Penurunan Model <i>ARDL</i> (1,1) untuk Model Perilaku <i>Herding</i> | 83 |
| 3.1.3 Model Spesifikasi Umum Dinamis dari Penurunan Model <i>ARDL</i> (1,1) untuk Model <i>Dynamic Trade-Off</i> | 85 |
| 3.1.4 Model <i>Error Correction</i> untuk Model <i>Dynamic Trade-Off</i> | 87 |
| 3.1.5 Model <i>Error Correction</i> untuk Model Penggabungan Pertama..... | 88 |
| 3.1.6 Model <i>Error Correction</i> untuk Model Penggabungan Kedua | 90 |
| 3.2 Model Empiris..... | 93 |
| 3.3 Hipotesis Penelitian..... | 103 |
| 3.3.1 Hipotesis sehubungan dengan Model <i>Dynamic Trade-Off</i> dan Model Penggabungan Pertama..... | 103 |
| 3.3.2 Hipotesis sehubungan dengan Koefisien Perilaku <i>Herding</i> | 104 |
| 3.3.3 Hipotesis sehubungan dengan <i>Speed of Adjustment</i> | 106 |
| 3.3.4 Hipotesis sehubungan Tingkat Persistensi Perilaku <i>Herding</i> | 107 |
| 3.3.5 Hipotesis sehubungan dengan Penentu Struktur Permodalan | 109 |
| 4. METODOLOGI PENELITIAN | 114 |
| 4.1 Variabel Penelitian dan Operasionalisasi Variabel | 114 |
| 4.2 Populasi, Sampel, dan Unit Analisis | 117 |
| 4.3 Data dan Sumber Data..... | 119 |
| 4.4 Model Empiris dan Metode Analisis..... | 119 |
| 4.5 Metode Estimasi | 121 |
| 4.5.1 Masalah Metode Estimasi dalam Penelitian <i>Corporate Finance</i> | 121 |
| 4.5.2 Masalah Heterogenitas antar Perusahaan | 122 |
| 4.5.3 Penentuan Varian <i>Error</i> | 122 |
| 4.5.4 Estimasi Model <i>Error Correction</i> | 122 |
| 4.5.5 Uji Kesesuaian Model | 123 |
| 5. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN | 124 |
| 5.1 Deskriptif Statistik..... | 124 |
| 5.1.1 Deskriptif Statistik Variabel Penelitian | 124 |
| 5.1.2 Deskripsi Statistik Sampel Penelitian | 125 |
| 5.2 Estimasi Model Penelitian..... | 130 |
| 5.3 Hasil Pengujian Hipotesa dan Analisa | 132 |
| 5.3.1 Hasil Pengujian Model <i>Dynamic Trade-Off</i> dan Model Penggabungan | 132 |
| 5.3.2 Hasil Pengujian <i>Speed of Adjustment</i> | 138 |
| 5.3.3 Analisa Asimetri Penyimpangan <i>Target Capital Structure</i> | 142 |
| 5.3.4 Hasil Pengujian Persistensi Perilaku <i>Herding</i> | 145 |
| 5.3.5 Hasil Pengujian Faktor Penentu Struktur Permodalan | 146 |
| 6. KESIMPULAN DAN SARAN | 150 |
| 6.1 Kesimpulan Hasil Penelitian | 150 |
| 6.2 Implikasi Penelitian..... | 152 |
| 6.2.1 Implikasi Teoretik | 152 |
| 6.2.2 Implikasi Metodologi | 153 |

| | |
|---|------------|
| 6.2.3 Implikasi Manajerial | 153 |
| 6.3 Keterbatasan Penelitian | 154 |
| 6.4 Usulan untuk Penelitian Lebih Lanjut..... | 155 |
| DAFTAR KEPUSTAKAAN | 158 |
| DAFTAR LAMPIRAN | 166 |

DAFTAR GAMBAR

| | | |
|------------|---|-----|
| Gambar 1.1 | Perkembangan Teori <i>Capital Structure</i> dan Kontribusi Penelitian.... | 15 |
| Gambar 1.2 | Penggabungan Model <i>Dynamic Capital Structure</i> dari <i>Traditional Finance</i> Dengan Model Perilaku <i>Herding</i> dari <i>Behavior Corporate Finance</i> | 20 |
| Gambar 1.3 | Perbandingan Model Penggabungan dan Kontribusi Penelitian | 21 |
| Gambar 1.4 | Perkembangan Penelitian <i>Behavior Corporate Finance</i> dan Kontribusi Penelitian..... | 27 |
| Gambar 2.1 | Perkembangan Penelitian Teori <i>Capital Structure: Traditional Finance</i> | 50 |
| Gambar 2.2 | Perkembangan Penelitian <i>Behavior Corporate Finance</i> | 52 |
| Gambar 2.3 | Perkembangan Teori <i>Capital Structure: Dari Traditional Finance</i> hingga <i>Behavior Capital Structure</i> | 58 |
| Gambar 2.4 | Klasifikasi Tipe Perilaku <i>Herding</i> | 62 |
| Gambar 2.5 | Model Penggabungan | 69 |
| Gambar 3.1 | Skema Alur Penelitian dan Kontribusi Penelitian | 101 |

DAFTAR TABEL

| | | |
|-----------|---|-----|
| Tabel 3.1 | Proses Penyesuaian yang Asimetri: Penyimpangan Keseimbangan vs Koefisien <i>Short-Run Effect</i> Perilaku <i>Herding</i> | 99 |
| Tabel 4.1 | Pengukuran Variabel-Variabel Penelitian | 116 |
| Tabel 4.2 | Populasi Perusahaan-Perusahaan dalam Industri Manufaktur | 118 |
| Tabel 4.3 | Sampel Perusahaan-Perusahaan dalam Industri Manufaktur | 118 |
| Tabel 5.1 | Deskriptif Statistik Variabel <i>Leverage</i> dan Variabel Penentu <i>Leverage Ratio</i> dalam Sampel | 124 |
| Tabel 5.2 | Deskriptif Statistik untuk Variabel <i>Leverage Ratio</i> dari tiap-tiap Sektor | 126 |
| Tabel 5.3 | Pengelompokkan Sektor Industri Berdasarkan Rerata <i>Leverage</i> dan variasinya | 129 |
| Tabel 5.4 | Perbandingan Nilai Koefisien <i>ECT</i> Model <i>Dynamic Trade-Off</i> Model Penggabungan untuk masing-masing Perusahaan..... | 133 |
| Tabel 5.5 | Perbandingan rerata <i>speed of adjustment</i> masing-masing sektor | 141 |
| Tabel 5.6 | Proses Penyesuaian yang Asimetri dengan Koefisien <i>Short-Run Herding Behavior</i> positif serta dampaknya terhadap <i>Speed of Adjustment</i> | 144 |
| Tabel 5.7 | Sektor yang terkategori Tipe 3 dan Tipe 4..... | 145 |
| Tabel 5.8 | Tanda Koefisien dari Indikator Variabel..... | 147 |

DAFTAR LAMPIRAN

| | | |
|-------------|--|-----|
| Lampiran 1 | Hasil Pengujian Multikolinearitas | 166 |
| Lampiran 2 | Statistik Deskriptif..... | 166 |
| Lampiran 3 | Hasil Pengujian dengan Hausman Test | 170 |
| Lampiran 4 | Hasil Estimasi Model Dinamis <i>Trade-Off</i> dengan Prosedur Estimasi <i>Weighted Least Squares</i> menggunakan <i>Fixed Effect Model</i> | 171 |
| Lampiran 5 | Hasil Estimasi Model Dinamis <i>Trade-Off</i> dengan Prosedur Estimasi <i>Weighted Least Squares</i> menggunakan <i>Random Coefficient Model</i> .. | 198 |
| Lampiran 6 | Hasil Estimasi Model Penggabungan Pertamadengan Prosedur Estimasi <i>Weighted Least Squares</i> menggunakan <i>Fixed Effect Model</i> 223 | |
| Lampiran 7 | Hasil Estimasi Model Penggabungan Pertamadengan Prosedur Estimasi <i>Weighted Least Squares</i> menggunakan <i>Random Coefficient Model</i> | 246 |
| Lampiran 8 | Hasil Estimasi Model Penggabungan Kedua (<i>Lag Satu</i>)dengan Prosedur Estimasi <i>Weighted Least Square</i> menggunakan <i>Fixed Effect Model</i> | 271 |
| Lampiran 9 | Hasil Estimasi Model Penggabungan Kedua (<i>Lag Dua</i>)dengan Prosedur Estimasi <i>Weighted Least Square</i> menggunakan <i>Fixed Effect Model</i> | 295 |
| Lampiran 10 | Hasil Estimasi Model Penggabungan Kedua (<i>Lag Ketiga</i>)dengan Prosedur Estimasi <i>Weighted Least Square</i> menggunakan <i>Fixed Effect Model</i> | 320 |

BAB 1 PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian

1.1.1 Interdependensi Keputusan Struktur Permodalan

Didasarkan atas laporan penelitian Schwartz dan Aronson (1967) dalam penelitian Bradley, Jarell, & Kim, (1984), bahwa terdapat kesamaan *leverage ratio* yang kuat antar perusahaan dalam suatu industri ... “*persistent differences across industries and strong intra-industry similarities in firm leverage ratios*”, maka hasil penelitian Bradley, Jarell, & Kim (1984) menunjukkan hampir 54% variasi *leverage ratio* perusahaan dapat dijelaskan oleh pengklasifikasian industri. Disamping itu, variasi rata-rata *leverage ratio* antar industri lebih besar dibandingkan variasi rata-rata *leverage ratio* antar perusahaan dalam industri. Efek industri yang kuat pada *leverage ratio* antar perusahaan, Bradley et al. (1984), mengisyaratkan kemungkinan adanya penentu struktur permodalan yang tidak terobservasi, yang bervariasi antar industri tetapi relatif konstan antar perusahaan dalam industri. Frank & Goyal (2009) menyatakan secara eksplisit mengenai adanya kesamaan struktur permodalan dalam satu industri yang tampaknya mengandung pengertian tertentu. Dari penelitian-penelitian tersebut menimbulkan pertanyaan-pertanyaan, yaitu: apa interpretasi dibalik hasil penelitian yang menunjukkan kuatnya efek ‘industri’ terhadap *leverage ratio* perusahaan; apakah ada keterkaitan *leverage ratio* antara satu perusahaan dengan perusahaan lain dalam satu industri; faktor apa yang menyebabkan adanya kesamaan struktur permodalan antar perusahaan dalam satu industri; apa faktor penentu struktur permodalan yang tidak terobservasi tersebut, yang bervariasi antar industri tetapi relatif konstan antar perusahaan dalam satu industri.

Penelitian Graham dan Harvey (2001) menyatakan bahwa seperempat dari CFO yang disurvei mengidentifikasi perilaku pesaing sebagai input yang penting dalam pembuatan keputusan keuangan. Hal ini memunculkan pertanyaan-pertanyaan, bagaimana mekanisme pengaruh perilaku pesaing ini, apakah pengaruh perilaku pesaing dapat menjelaskan kesamaan struktur permodalan dalam suatu industri. Leary & Roberts (2010) berupaya untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan tersebut. Studi yang dilakukannya bermaksud untuk

menyelidiki apakah *peer firms' leverage ratios* mempengaruhi struktur permodalan perusahaan dan bagaimanakah mekanisme yang membentuk kesamaan struktur permodalan dalam suatu industri.

Dari hasil penelitiannya, Leary & Roberts (2010) memperoleh temuan adanya interdependensi struktur permodalan yang kuat antar perusahaan. Perilaku *peer firms* yang berarti dalam *leverage ratio* perusahaan mendorong perusahaan-perusahaan untuk meniru *peer firms' leverage ratios* dengan tujuan menjaga reputasi perusahaan dari penilaian investor (*reputation-based herding*). Dengan diperoleh temuan sehubungan dengan adanya perilaku *herding* dalam penelitiannya, Leary & Roberts (2010) menunjukkan bahwa *leverage ratio* perusahaan bukanlah merupakan keputusan yang terisolasi melainkan merupakan keputusan yang berkaitan antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya dalam satu industri. Dengan demikian, perilaku *herding* memberikan penjelasan mengenai penyebab kesamaan struktur permodalan perusahaan-perusahaan dalam satu industri. Sejalan dengan Leary & Roberts (2010), studi ini diharapkan dapat menunjukkan adanya interdependensi struktur permodalan perusahaan-perusahaan dalam satu industri.

1.1.2 Perilaku *Herding* dalam Keputusan Struktur Permodalan

Perilaku *herding* dalam keputusan struktur permodalan yang dilakukan perusahaan-perusahaan dalam satu industri telah diteliti oleh beberapa peneliti, yaitu Zeckhauser, Patel, & Hendricks (1991), Filbeck, Gorman, & Preece (1996), Keiser (2004), Sen & Oruc (2009), dan Leary & Roberts (2010). Zeckhauser et al. (1991) menyatakan perilaku *herding* dalam *leverage ratio* ditujukan terhadap rata-rata tingkat sektor. Menurutnya, hal ini disebabkan adanya hubungan yang dekat antara struktur permodalan dengan persepsi resiko para kreditur bisnis. Bank akan ragu-ragu menyediakan kredit terhadap perusahaan yang *leverage ratio*-nya melebihi rata-rata sektor. Pertimbangan untuk mengikuti rata-rata sektor didasarkan adanya kemungkinan bahwa perusahaan lain dalam sektor yang sama memiliki lebih banyak informasi yang lebih menyeluruh sebagai hasil dari studi yang dilakukan, ataupun sebagai akibat dari keberuntungan, atau bahkan sebagai akibat dari upaya menghindari perilaku *herding* hanya akan mendatangkan

kerugian. Oleh karena itu, keputusan yang mempertimbangkan kinerja ‘pemain’ lain cenderung mendorong untuk berperilaku sejalan dengan kelompoknya. Studi Zeckhauser et al. (1991) melaporkan temuannya yaitu *low level of meaningful herding behavior* yang ditunjukkan oleh tiga dari sepuluh sektor yang diteliti serta *high level of meaningful herding behavior* yang ditunjukkan oleh tujuh sektor lainnya.

Filbeck, Gorman dan Preece (1996) melakukan pengujian terhadap Zeckhauser et al. (1991) mengenai perilaku *herding* terhadap rata-rata sektor. Disamping itu juga mempertimbangkan kemungkinan untuk mengikuti terhadap yang lebih dominan, yaitu mengikuti pemimpin sektor (*following the leader*). Filbeck et al. (1996) menyatakan bahwa hasil studinya tidak memperoleh temuan yang kuat terhadap adanya perilaku *herding* terhadap rata-rata sektor. Sedangkan untuk perilaku *herding* terhadap pemimpin sektor memberikan hasil yang lebih kuat dibandingkan terhadap rata-rata sektor, walau masih terkategori lemah. Dengan demikian, dikatakannya bahwa jika pemimpin sektor meningkatkan penggunaan utangnya dibandingkan ekuitasnya, maka *followers* akan melakukan yang sama.

Keiser (2004) dalam penelitiannya di China pada awal dekade reformasi, menyatakan temuannya bahwa perusahaan-perusahaan meniru perilaku pinjaman dari perusahaan-perusahaan yang lebih besar, yang adalah *profitable firms*. Ini berarti ada perilaku *herding* dalam keputusan struktur permodalan di perusahaan-perusahaan di China pada waktu itu.

Sen dan Oruc (2009) melakukan penelitian pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Istanbul Stock Exchange (ISE). Hasilnya, tidak memperoleh adanya hubungan yang signifikan dalam perilaku *herding* terhadap rata-rata *leverage* sektor kecuali pada *white goods* dan sektor elektronik. Tetapi untuk perilaku *herding* terhadap pemimpin sektor diperoleh hubungan yang positif dan signifikan sebesar sepuluh persen untuk sektor perbankan dan industri semen. Jadi, dapat dikatakan bahwa bagi perusahaan-perusahaan yang terdaftar di *Istanbul Stock Exchange* tidak diperoleh efek yang berarti dalam perilaku *herding* terhadap rata-rata *leverage* sektor maupun terhadap *leverage* pemimpin sektor.

Leary & Roberts (2010) dengan pendekatan *endogenous social effect*, menunjukkan pengaruh *peer firms* dalam struktur permodalan perusahaan. Perubahan *leverage ratio* suatu perusahaan dipengaruhi perubahan *peer firms' leverage ratios* yang secara signifikan lebih besar dibandingkan faktor penentu lainnya termasuk *firm-specific characteristic peer firm*. Secara rata-rata, *leverage ratio* perusahaan berubah sebelas persen sebagai respon terhadap perubahan standar deviasi *peer firms' leverage ratios* sebesar satu persen. Juga ditunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang lebih kecil, perusahaan-perusahaan yang pembiayaannya lebih terkendala, perusahaan-perusahaan dengan para *chief financial officer* yang dibayar lebih rendah serta masih kurang berpengalaman, memiliki kemungkinan lebih besar dalam perilaku *herding* terhadap *peers*.

Sejalan dengan penelitian-penelitian tersebut, studi ini diharapkan memberikan temuannya mengenai adanya interdependensi *leverage ratio* perusahaan dengan *peers* yang terdeteksi melalui perilaku *herding* di perusahaan manufaktur di Indonesia. Untuk memiliki pemahaman mengenai perilaku *herding*, maka pada bagian selanjutnya diberikan penjelasan mengenai pengertian perilaku *herding*, motivasi, dan *behavior cost*.

1.1.3 Pengertian Perilaku *Herding*, Motivasi, dan *Behavior Cost*

Banerjee (1992) mengungkapkan bahwa ada suatu situasi dimana dalam proses pembuatan keputusan, kita dipengaruhi oleh apa yang orang lain, yang berada di sekitar kita, lakukan—*everyone doing what everyone else is doing, even when their private information suggests doing something quite different*. Ini yang dikatakannya sebagai perilaku *herding*. Perilaku yang dilakukan atas informasi yang termuat dalam keputusan yang dilakukan orang lain ini membuat keputusan tiap-tiap individu kurang responsif terhadap informasi yang dimilikinya dan dengan demikian juga kurang informatif terhadap orang lain. Lebih jauh, Banerjee (1992) mengungkapkan bahwa perilaku *herding* ini dapat terjadi dalam situasi dimana tiap-tiap individu tidak memperoleh informasi atau tiap-tiap individu memperoleh informasi tetapi tidak mengetahui yang mana yang merupakan keputusan yang tepat.

Berbeda dengan Banerjee (1992), Scharfstein & Stein (1990) menjelaskan bahwa perilaku *herding* terjadi dalam konteks adanya kondisi asimetri informasi yang berdampak pada *agency problem* dimana agen yang bertindak benar akan memperoleh penghargaan sedangkan yang bertindak tidak benar akan berdampak pada insentif mereka. Pada kondisi tertentu, perilaku *herding* lebih penting dibandingkan melakukan keputusan keuangan yang efisien. Dalam *agency problem*, perilaku *herding* merupakan upaya menyakinkan *principal* bahwa manajer bertindak benar.

Sejalan dengan kedua penelitian tersebut, Leary & Roberts (2010) mengungkapkan ada dua kategori motivasi dibalik perilaku *herding*. Yang pertama, perilaku *herding* ini merupakan usaha untuk memperoleh privat informasi yang dimiliki agen lain. Upaya memperoleh privat informasi ini dapat dilihat sebagai aliran informasi yang masuk ke dalam perusahaan (*information inflow*). Sama seperti yang diungkapkan Banerjee (1992) bahwa ketika optimasi itu *costly*, maka manajer akan memutuskan untuk mengambil keputusan manajer lain dan mengabaikan informasi yang dimilikinya. Keputusan ini terutama dilakukan ketika perusahaan lain dipersepsikan memiliki keahlian yang lebih tinggi, Bikchandani, Hirshleifer & Welch (1998). Yang kedua, perilaku *herding* dilakukan dengan maksud untuk mempengaruhi persepsi privat informasi yang dimiliki pihak lain sehingga merupakan aliran informasi yang keluar dari perusahaan (*information outflow*). Perilaku *herding* baik yang dilakukan dengan maksud memperoleh privat informasi yang dimiliki pihak lain sehingga merupakan *information inflow*, maupun yang dimaksud untuk mempengaruhi persepsi privat informasi yang dimiliki pihak lain yang adalah *information outflow*, keduanya dilakukan manajer dalam konteks untuk mempertahankan reputasinya.

Perilaku *herding* untuk mempertahankan reputasi dilakukan atas dasar teori *signaling* dari Ross (1977) yang mengemukakan bahwa dalam kondisi asimetri informasi, perusahaan dengan kualitas tinggi berusaha untuk terbentuknya *separating equilibrium* dimana investor-investor dapat memberikan penilaian yang sebenarnya yang sesuai dengan yang diharapkan perusahaan kualitas tinggi. Penilaian yang sesuai dengan kondisi yang sebenarnya merupakan penilaian yang

tidak diharapkan perusahaan kualitas rendah. Perusahaan dengan kualitas yang rendah tidak ingin dinilai berbeda dengan perusahaan kualitas tinggi sehingga berupaya membentuk *pooling equilibrium* dimana investor-investor tidak dapat membedakan perusahaan kualitas tinggi dengan perusahaan kualitas rendah. Pembentukan *pooling equilibrium* ini dilakukan dengan perilaku *herding*, yaitu menyampaikan sinyal yang sama seperti yang dilakukan perusahaan kualitas tinggi.

Dengan tidak memandang pada mekanisme penyampaian sinyal, perusahaan dengan kualitas tinggi dapat mempertahankan kondisi *separating equilibrium* selama sinyalnya tidak dapat diikuti oleh perusahaan dengan kualitas rendah. Untuk itu maka perolehan keuntungan dari sinyal tersebut bagi perusahaan kualitas rendah haruslah lebih kecil dibandingkan biaya yang ditanggungnya. Jika biayanya lebih rendah dibandingkan perolehannya, maka perusahaan dengan kualitas rendah akan dapat meniru *signaling action* dari perusahaan dengan kualitas tinggi. Dengan demikian, perilaku *herding* dapat dilakukan oleh manajer dari perusahaan-perusahaan yang lebih rendah kualitasnya terhadap perusahaan-perusahaan yang lebih tinggi kualitasnya ketika *cost of signal* relatif murah.

Baik *pooling equilibrium* maupun *separating equilibrium*, tercipta melalui sinyal yang disampaikan manajer kepada investor. Hal ini dapat dilakukan manajer karena menurut Myers & Majluf (1984), manajer memiliki lebih banyak informasi mengenai perusahaan dibandingkan *outside shareholders*. Dalam konteks reputasi, keputusan yang tidak mendatangkan *profit* tidaklah buruk ketika manajer lainnya membuat keputusan yang sama. Ini disebut *sharing-the-blame effect* yang memberikan gambaran pada investor atau pasar tenaga kerja bahwa yang bersangkutan telah menerima sinyal. Dampaknya, jika *private information* menyatakan nilai keputusan itu negatif, maka keputusan akan tetap dijalankan karena dilakukan oleh yang lainnya. Sedangkan walaupun nilai keputusan itu positif, tetapi hal tersebut tidak dapat dijalankan karena yang lainnya juga tidak melakukannya.

Orang yang berinteraksi satu dengan yang lainnya, menurut Shiller (1995) cenderung berpikir dan berperilaku sama. Untuk berperilaku sama, maka diperlukan akses terhadap informasi yang dapat diperoleh melalui pengamatan

kegiatan yang dilakukan orang lain. Hal ini tampaknya menyarankan *irrationality* yang bukan hanya sekedar motivasi melainkan karena suatu alasan tertentu. Scharfstein & Stein (1990) dan Devenow & Welch (1996) menyatakan perilaku *herding* ini tidak efisien dari sudut pandang sosial tetapi dari perspektif manajer yang memperhatikan reputasinya, perilaku *herding* merupakan keputusan yang rasional. Pandangan yang searah disampaikan oleh Keynes (1936) dalam *General Theory*, pada penelitian Leary & Roberts (2010), bahwa dalam keputusan investasinya, para investor enggan berperilaku mengikuti informasi yang dimilikinya karena khawatir perilaku yang bertentangan akan merusak reputasinya..... *wordly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally*. Jadi, Keynes menyarankan kepada manajer profesional untuk *'follow the herd'* ketika sangat memperhatikan bagaimana kemampuan mereka dinilai.

Haiss (2010) berpendapat bahwa perilaku *herding* merupakan perilaku individu yang memiliki kecenderungan untuk melakukan konfirmasi terhadap kelompok mayoritas dengan cara mengikuti keputusan-keputusan kelompok mayoritas dikarenakan keputusan yang berasal dari sekumpulan orang-orang merupakan keputusan yang benar. Menurut Shefrin (2001), fenomena perilaku tersebut mengungkapkan adanya *behavioral impediments* dalam usaha-usaha manajer memaksimalkan nilai perusahaan. *Behavioral impediment* yang pertama adalah *internal impediments*, merupakan *behavioral costs* yang dihubungkan dengan keputusan manajer karena *cognitive imperfections* dan *emotional influences* yang berdampak pada keputusan keuangan perusahaan. Biaya ini cenderung menurunkan penciptaan nilai perusahaan. Yang kedua adalah *external impediments*, merupakan *behavioral costs* yang berasal dari keputusan tidak rasional para analis dan investor yang menyebabkan penyimpangan harga pasar dari nilai fundamentalnya. Dalam hal ini, manajer tidak senantiasa mengetahui dampaknya terhadap keputusan-keputusan perusahaan yang diambilnya.

Dalam struktur permodalan, upaya mencapai *target leverage* dari *actual leverage* yang mengalami penyimpangan menghadapi kendala *adjustment cost*. Menurut Saadah & Prijadi (2012), kegiatan *issuing debt, repurchasing debt*

ataupun *equity* yang dilakukan perusahaan dalam upaya menyesuaikan ke arah *target leverage* merupakan *adjustment cost*. Sedangkan kondisi *actual leverage* yang menyimpang dari *target leverage* yang menyebabkan perusahaan dalam kondisi *disequilibrium*, merupakan *disequilibrium cost*. Kondisi *actual leverage* lebih rendah atau berada di bawah *target leverage*, maka perusahaan tidak memperoleh manfaat fiskal (*tax shield*) secara optimal dari *debt*. Demikian pula ketika *actual leverage* lebih tinggi atau berada di atas *actual leverage*, maka akan meningkatkan peluang perusahaan berada dalam kecenderungan mengalami *financial distress*. Menurut Byoun (2011), reduksi penyimpangan antara *actual leverage* dan *target leverage* baru akan terjadi ketika *adjustment costs* lebih kecil dari *disequilibrium costs*. Sedangkan jika *adjustment costs* lebih besar dari *disequilibrium costs*, maka penyimpangan masih akan dipertahankan.

Menurut Shefrein (2001), biaya yang dihubungkan dengan keputusan *irrational managery* yang berdampak pada keputusan keuangan perusahaan, disebut *behavioral cost*. Perilaku *herding* terhadap *peer firms' leverage ratios* yang dilakukan dalam rangka mempertahankan reputasi, terkategori *behavioral cost*. Dalam penelitian ini, didefinisikan sebagai biaya yang muncul dari kegiatan *issuing and repurchasing debt and equity* yang dilakukan perusahaan dalam rangka membentuk *pooling equilibrium* dengan maksud meyakinkan investor bahwa tidak ada perbedaan nilai perusahaan-perusahaan dalam satu industri. *Behavioral cost* ini berdampak pada perubahan *leverage* perusahaan. Menurut Scharfstein & Stein (1990), pada kondisi tertentu perilaku *herding* lebih penting dibandingkan melakukan keputusan keuangan yang efisien. Perilaku *herding* yang mempengaruhi perubahan *leverage ratio* untuk pergerakan mendekati target membawa akibat peningkatan atau penurunan *speed of adjustment*.

Perilaku *herding* dilakukan melalui kegiatan *issuing and repurchasing debt and equity* yang dilakukan perusahaan dalam rangka membentuk *pooling equilibrium*. Untuk melakukan kegiatan *issuing and repurchasing debt and equity*, perusahaan harus memiliki akses terhadap sumber pendanaan. Namun dalam penelitian ini tidak memperhatikan perusahaan-perusahaan yang menghadapi kendala keuangan.

1.1.4 Fenomena Perilaku *Herding* di Indonesia

Penelitian perilaku *herding* diantara manajer keuangan di Indonesia sejauh ini belum dilakukan. Kemungkinan adanya perilaku *herding* dalam keputusan struktur permodalan ini berpeluang karena ada fenomena bahwa para manajer memperoleh informasi dari sumber yang sama, dalam hal ini dari pihak perbankan. Pihak perbankan yang berinteraksi dengan perusahaan-perusahaan, memberikan informasi mengenai keuangan perusahaan satu dan lainnya. Saling berbagi informasi ini berpeluang mendorong perilaku *herding*. Hal ini dinyatakan Froot, Scharfstein, & Stein (1992), bahwa perilaku *herding* dapat terjadi akibat menerima *correlated private information* seperti yang terjadi di kalangan investor.

Perilaku *herding* ini direkomendasikan oleh Keynes (1936) untuk '*follow the herd*' terutama ketika manajer menyadari bahwa kemampuannya sedang dinilai. Kecenderungan berperilaku *herding* disebabkan adanya kekhawatiran dipersalahkan akibat mengambil keputusan yang salah terutama pada saat krisis, Haiss (2010). Dengan berperilaku *herding*, kesalahan yang dilakukan oleh manajer-manajer lainnya membuat manajer menjadi tidak dapat dipersalahkan, *sharing the blame effect*. Perilaku *herding* ini dimungkinkan karena adanya saling berbagi informasi dari suatu sumber tertentu baik di kalangan manajer maupun di kalangan investor.

Penelitian di kalangan investor di Bursa Efek Indonesia dilakukan oleh Agarwal, Liu, Rhee, & Chiu (2009). Agarwal et al. (2009) meneliti kecenderungan perilaku *herding* pada *foreign* maupun *domestic investors* dari *global brokerage firm* yang terdaftar di *Jakarta Stock Exchange* dibandingkan *investors* pada *brokerage* lainnya. Diperoleh temuan bahwa baik *foreign investors* maupun *domestic investors* dari *large-sized brokerages* menunjukkan perilaku *herding* yang tertinggi dibandingkan dengan yang lainnya. Hasil ini mendukung bahwa perusahaan-perusahaan perantara tertentu memegang peranan yang penting dalam proses pembuatan keputusan para investor. Para investor dari perusahaan-perusahaan perantara tertentu, beroleh informasi yang sama dan mengikuti rekomendasi berinvestasi yang sama. Penelitian Dvořák (2005) memberikan hasil penelitian bahwa para investor dari *global brokerage firms* memperoleh profit yang lebih tinggi dalam perdagangan saham Indonesia.

Penelitian Agarwal, Liu, Rhee, & Chiu (2009) bertujuan memberikan penjelasan mengenai penelitian perilaku *herding* di *Jakarta Stock Exchange (JSX)* yang dilakukan Bowe & Domuta (2004) sehubungan dengan pola investasi. Penelitian Bowe & Domuta (2004) bermaksud menguji dugaan yang dinyatakan oleh *International Monetary Fund* bahwa *local investors* cenderung merupakan inisiator dari berbagai krisis yang dimungkinkan karena kedekatannya terhadap informasi ekonomi dan politik yang relevan sehingga memungkinkan mereka yang pertama bereaksi terhadap penurunan kondisi ekonomi lokal. Diperoleh temuan bahwa perilaku *herding* baik *foreign* maupun *domestic investors* tidak menunjukkan *positive feedback trading* yang diinterpretasikan sebagai kejadian perdagangan yang menyebabkan ketidakstabilan pasar. Tetapi apa yang menyebabkan perilaku *herding* tersebut terjadi dijelaskan dalam studi Agarwal, et al. (2009), yaitu akibat menerima *correlated private information*.

Sejalan dengan penelitian tersebut, dengan adanya saling berbagi informasi mengenai keuangan perusahaan yang disampaikan pihak perbankan kepada perusahaan-perusahaan memberikan peluang dan dorongan di antara manajer di Indonesia untuk berperilaku *herding* dalam keputusan keuangan perusahaan.

1.2. Kesenjangan Penelitian

Untuk menjawab pertanyaan ‘faktor-faktor apa yang merupakan penentu dalam menetapkan *leverage ratio* perusahaan’, berbagai studi telah dilakukan baik dalam pengembangan teoretik maupun dalam penelitian empiris. Penelitian-penelitian yang telah dilakukan memberikan temuan berupa adanya berbagai kesenjangan, yaitu kesenjangan mengenai ada atau tidak adanya target *capital structure*, kesenjangan antara asumsi pelaku rasional dengan asumsi pelaku tidak rasional, kebutuhan terhadap model penggabungan (*unified framework*), kesenjangan dalam sinyal reputasi, serta adanya perkembangan *behavior corporate finance*. Hasil penelitian-penelitian tersebut diberikan sebagai berikut.

1.2.1 Kesenjangan Penelitian mengenai Keberadaan Target Struktur Permodalan

Static tradeoff theory menyatakan bahwa target merupakan perbandingan antara *benefit* dan *cost* dari *actual leverage ratio*, seperti *tax shield* dari *deductibility of interest payments* dengan *expected cost of bankruptcy* sehingga

merupakan *tradeoff theory* dengan pendekatan pajak. Demikian pula dengan *agency cost of debt*, seperti yang dinyatakan oleh Harris & Raviv (1991), merupakan *trade-off theory* dengan pendekatan *agency problem*. Tetapi Fisher, Heinkel & Zechner (1989) menemukan bahwa *leverage ratio* bervariasi dari waktu ke waktu bahkan ketika perusahaan memiliki target. Nishioka & Baba (2004) berpendapat serupabahnya *actual leverage* bukanlah merupakan targetnya, melainkan penyimpangan dari targetnya. Menurut Myers (1984), penyimpangan dari *target leverage* dapat terjadi akibat *random event*. Penyimpangan *actual leverage* sehingga *leverage* yang terobservasi bukanlah merupakan *target leverage*, memunculkan teori *dynamic trade-off*.

Penelitian *dynamic trade-off model* dilakukan oleh Spies (1974), Jalilvand & Harris (1984), Flannery & Rangan (2006), Saadah & Prijadi (2012) memperoleh temuan bahwa penyimpangan dari target diikuti upaya dengan cepat kembali ke titik keseimbangannya. Flannery & Rangan (2006) memperoleh hasil penelitian bahwa sepertiga penyimpangan terhadap target dikembalikan dalam waktu satu tahun. Saadah & Prijadi (2012) memperoleh hasil penelitian bahwa industri rokok, farmasi, dan kebutuhan rumah tangga merupakan industri yang paling cepat dalam melakukan penyesuaian terhadap targetnya, yaitu membutuhkan waktu 2,25 triwulan. Sedangkan industri makanan dan minuman membutuhkan waktu penyesuaian paling lambat sebesar 5,98 triwulan. Rata-rata keseluruhan industri dalam sampel membutuhkan waktu 3,7 triwulan atau kurang lebih 11 bulan untuk penyesuaian menuju optimalnya. Pernyataan yang sebaliknya dikemukakan Taggart (1977), Shyam-Sunder & Myers (1999), Fama & French (2002). Penyesuaian *leverage ratio* hasil penelitiannya disebut Fama & French (2002) sebagai '*snail's speed*', karena penyesuaiannya hanya sebesar 7% - 18% per tahun. Yang menghambat penyesuaian dari penyimpangan aktual terhadap target menurut Fisher, Heinkel dan Zechner (1989), yaitu adanya *market friction*, seperti *transaction cost* yang merupakan *cost of adjustment*.

Baik teori *static trade-off* maupun *dynamic trade-off model* menyatakan bahwa tiap-tiap perusahaan mempunyai *optimal capital structure*. Tetapi tidak demikian dengan berbagai teori *capital structure* lainnya. Teori *pecking order* yang dikemukakan Myer & Majluf (1984), menyatakan bahwa manajer tidak

mempertahankan tingkat *leverage ratio* tertentu. Untuk pembiayaan perusahaan, alternatif pilihannya didasarkan pada *the costs of adverse selection* yang muncul sebagai akibat dari asimetri informasi antara *better-informed managers* dengan *less-informed investors*. Karena biaya-biaya ini munculnya ketika perusahaan melakukan isu sekuritas, maka perusahaan lebih memilih *internal financing* dan jika memerlukan *external financing* akan lebih memilih menerbitkan utang yang lebih murah biayanya dibandingkan menerbitkan ekuitas yang lebih mahal biayanya.

Teori *free cash flow* yang dikemukakan Jensen (1986) mengutarakan bahwa perusahaan-perusahaan dengan kemampuan menghasilkan profit yang tinggi menghadapi kemungkinan manajer melakukan *consumption perquisite* yang menimbulkan *agency problem*. Pembayaran dividen untuk mengurangi kondisi *free cash flow* merupakan pengawasan yang lemah. Untuk memiliki mekanisme pengawasan yang lebih kuat, perusahaan menggunakan *leverage ratio* yang relatif tinggi untuk mengantisipasi *manager's consumption perquisite* tersebut. Jadi, utang yang tinggi digunakan untuk mengurangi *agency cost of free cash flow*.

Market timing hypothesis yang dikemukakan oleh Baker & Wurgler (2002) menjelaskan bahwa perusahaan tidak memiliki *target capital structure* yang harus dicapainya tetapi kondisi asimetri informasi memungkinkan perusahaan menetapkan *high market performance* sebagai waktu yang tepat untuk melakukan *issue equity* dan *low market performance* sebagai waktu yang tepat untuk melakukan *repurchase equity*.

Demikian pula dengan teori *signaling* yang dikemukakan Ross (1977) menunjukkan bahwa perusahaan tidak memiliki *target capital structure*. Keputusan keuangan perusahaan merupakan sinyal yang menentukan reputasi perusahaan sebagai akibat dari asimetri informasi antara *better-informed managers* dan *less-informed investors* sehingga terbentuk *separating equilibrium* atau *pooling equilibrium*.

Sejauh pengetahuan penulis, masih sedikit sekali penelitian struktur permodalan di perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang mempertimbangkan adanya *target capital structure* dengan

menggunakan pendekatan dinamik, diantaranya Saadah & Prijadi (2012) dan Manansang (2012).

1.2.2 Kesenjangan Penelitian mengenai Asumsi Pelaku Rasional dan Tidak Rasional

Sebagian besar penelitian teoretik maupun empiris sehubungan dengan faktor penentu struktur permodalan mengasumsikan bahwa manajer dan investor merupakan pelaku yang rasional, seperti teori *static trade-off*, pendekatan dinamik, *pecking order theory* dan *agency problem*. Ini berarti bahwa di satu sisi, manajer menerimapasar itu efisien dimana harga saham mencerminkan semua informasi publik sehingga merupakan nilai fundamental perusahaan. Disisi lain, investor menerima bahwa manajer akan senantiasa memaksimumkan keputusannya dengan merespon terhadap *corporate control*, *governance mechanism* atau *compensation contracts*, Baker, Ruback & Wurgler (2005).

Pelonggaran asumsi Modigliani & Miller (1958) bahwa pelaku ekonomi itu *not fully rasional* merupakan ranah *behavioral corporate finance* yang menurut Baker, Ruback & Wurgler (2005) terbagi atas dua pendekatan, yaitu *irrational managers* dan *irrational investors*. Perilaku *irrational managers* dalam keputusan pembiayaan perusahaan menunjukkan bahwa *cognitive biases* berupa *management confidence* dan *managerial optimism* berpengaruh dalam proporsi utang perusahaan. Heaton (2002) mendefinisikan manajer yang optimis adalah manajer yang secara sistematis melakukan penilaian yang *overestimate* terhadap peluang kinerja perusahaan yang baik dan *underestimate* terhadap peluang kinerja perusahaan yang buruk.

Dalam perspektif struktur permodalan, studi empiris yang dilakukan Oliver (2005) mengenai dampak *management confidence* pada struktur permodalan perusahaan, diperoleh temuan bahwa manajer yang *overconfident* cenderung melakukan lebih banyak *issue debt* sehingga perusahaan memiliki *leverage ratio* yang lebih tinggi. Fairchild (2005) memperoleh hasil penelitian bahwa dalam kondisi asimetri informasi, *overconfidence is unambiguously bad*, karena membawa pada penggunaan utang yang berlebihan sehingga meningkatkan peluang gagal bayar. Demikian pula, Hackbarth (2008) menunjukkan *overconfident managers* mendorong *leverage ratio* yang lebih tinggi.

Dalam keputusan *capital structure*, perilaku investor yang tidak rasional menurut Baker & Wurgler (2002) menghasilkan hipotesa *market timing*, bahwa dalam kondisi asimetri informasi manajer yang rasional bereaksi terhadap *mispricing* akibat pasar yang tidak efisien. Kombinasi perilaku tersebut membuat Shefrin (2001) memasukkan hipotesa *market timing* dalam ranah *behavioral corporate finance*. Barberis & Thaler (2002) juga mengemukakan bahwa *market timing approaches* merupakan pendekatan aspek perilaku.

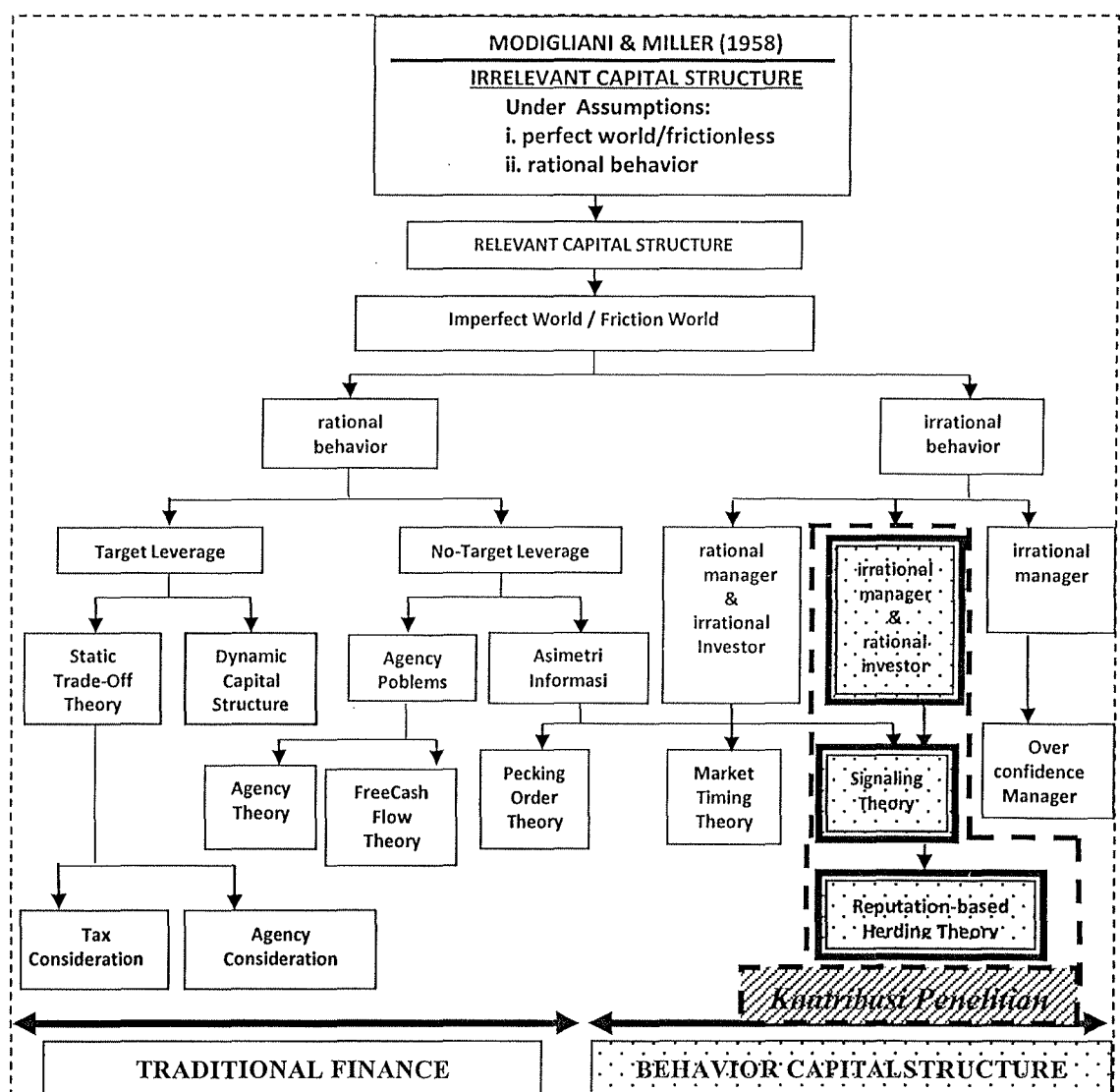
Hipotesa *reputation-based herding behavior* merupakan kombinasi antara keputusan manajer yang tidak rasional dengan perilaku investor yang rasional. Hasil penelitian Scharfstein & Stein (1990) menunjukkan bahwa dalam kondisi asimetri informasi, manajer yang bermaksud mempertahankan reputasinya melakukan perilaku *herding* terhadap yang dianggap *more well-informed*. Hal ini dilakukan akibat adanya ketidakpastian terhadap kemampuan manajer dalam mengatur portfolio, sehingga perilaku *herding* memberikan manfaat bagi manajer maupun profesional investasi lainnya yang juga berada dalam situasi yang sama, Bikhchandani & Sharma (2000).

Dalam kondisi asimetri informasi, Ross (1977) dalam modelnya menunjukkan bahwa di satu sisi utang merupakan sinyal kredibilitas yang menentukan reputasi perusahaan, tetapi di sisi lain membawa ancaman kebangkrutan. *A high-ability manager* memiliki keyakinan terhadap kesanggupan membayar *debt holders*. Tetapi tidak demikian dengan *low-ability manager* yang lebih memilih melakukan *issue equity*. Jadi, jika *high-ability manager* mengetahui mengenai kedatangan *good news*, maka ia akan menghindari *issue equity*. Tetapi jika *high-ability managers* melakukan *issue equity*, maka hal tersebut hanya akan memberikan sinyal kepada *rational investors* sehubungan dengan diterimanya *bad news*. Hal ini berdampak pada turunnya harga saham. Inilah yang dikenal sebagai 'Myers-Majluf *mispricing problem*' sehingga menghasilkan *pecking-order of financing*.

Penelitian dengan pendekatan manajer yang rasional dalam pengambilan keputusan struktur permodalan di Indonesia sudah banyak dilakukan baik dengan *static trade-off* ataupun teori *pecking order*. Tetapi pendekatan perilaku, seperti *reputation-based herding model*, sebagai faktor penentu struktur permodalan di

perusahaan-perusahaan di Indonesia, belum dilakukan. Dengan demikian, penelitian ini merupakan penelitian pertama yang berupaya menjelaskan adanya pendekatan perilaku *herding* dalam keputusan struktur permodalan sehingga menggambarkan adanya interdependensi keputusan struktur permodalan antar perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia.

Bagan perkembangan teori struktur permodalan, baik yang menetapkan target maupun yang tidak menetapkan target, baik yang melibatkan perilaku rasional maupun perilaku yang tidak rasional, serta kontribusi penelitian ini, dapat dilihat pada Gambar 1-1.



Gambar 1-1 Perkembangan Teori *Capital Structure* dan Kontribusi Penelitian

Proposisi *irrelevant capital structure* yang dikemukakan Modigliani & Miller (1958) dibangun dengan dua asumsi: 1. *perfect world*, dan 2. *rational behavior*. Pelonggaran atas asumsi tersebut menghasilkan *relevant capital structure* yang terbagi menjadi *traditional finance* dan *behavior*

capital structure. *Traditional finance* merupakan pelanggaran *imperfect world*. Untuk asumsi *rational agent*, diperoleh teori-teori yang memiliki *targetleverage*, yaitu *static trade-off* dengan pendekatan pajak dan *static trade-off* dengan pendekatan *agency*, Harris & Raviv (1991), disamping *dynamic capital structure*, Spies (1974), Jalilvand & Harris (1984), Fisher, Henkel & Zechner (1989), Nishioka & Baba (2004), Flannery & Rangan (2006), Saadah & Prijadi (2012). Teori-teori yang tidak memiliki target terbagi dua kategori. Yang didasarkan *agency problem*, yaitu *agency theory* dan *free cash flow theory*, Jensen (1986). Yang didasarkan asimetri informasi, yaitu *pecking order theory*, Myers & Majluf (1984), *market timing hypothesis*, Baker & Wurgler (2002), dan *signaling theory*, Ross (1977). *Behavior capital structure* merupakan pelanggaran *friction world* dengan *irrational behavior*, terdiri atas tiga pendekatan. Pendekatan *rational manager & irrational investor* sebagai kerangka berpikir *market timing theory*, Baker & Wurgler (2002). Pendekatan *irrational manager & rational investor* sebagai kerangka berpikir *reputation-based herding theory*, Scharfstein & Stein (1990), Zeckhauser, Patel, & Hendricks (1991), Filbeck, Gorman, & Preece (1996), Keiser (2004), Sen & Oruc (2009), dan Leary & Roberts (2010). Pendekatan *irrational manager* sebagai kerangka berpikir *overconfidence manager*. Kontribusi penelitiannya adalah adanya perilaku *herding* yang dilakukan oleh *irrational manager* akibat adanya penilaian terhadap manajer yang dilakukan *rational investor*. Perilaku *herding* ini didasarkan teori signaling, yaitu pembentukan *pooling equilibrium* agar investor tidak dapat membedakan antara *high-quality firm* dengan *low-quality firm*.

1.2.3 Kesenjangan Penelitian dalam Model Penggabungan

Pelanggaran asumsi-asumsi dalam Modigliani dan Miller (1958) menghasilkan berbagai teori sehubungan dengan faktor penentu struktur permodalan perusahaan. Dalam berbagai penelitian ditunjukkan bahwa teori-teori tersebut saling berdiri sendiri dan saling bersaing satu dengan lainnya dalam keberadaannya. Namun beberapa studi mulai menunjukkan kebutuhan terhadap pembentukan model penggabungan yang menggabungkan dua model atau lebih dari berbagai teori *capital structure* yang sudah ada, seperti teori *trade-off* dan teori *pecking order* atau teori *trade-off* dan *market timing*. Kebutuhan terhadap model penggabungan ini menggambarkan bahwa teori-teori *capital structure* tidak saling berdiri sendiri melainkan melengkapi satu dengan lainnya.

Penggabungan antara *dynamic adjustment model* dengan teori *pecking order* dilakukan Bontempi (2002) dengan menggunakan model *modified pecking order (MPO)*. Model *MPO* merekonsiliasi dampak dari efek *free cash flow* pada *leverage ratio*, yaitu berdampak positif berdasarkan teori *trade-off*, tetapi juga berdampak negatif menurut teori *pecking order*. Hasil yang diperoleh menunjukkan bahwa dalam jangka pendek perusahaan-perusahaan di Itali merupakan perusahaan dengan tipe teori *pecking order* yang lebih menyukai untuk menggunakan sumber pendanaan internal dalam mendanai investasinya, tetapi juga memilih memiliki *optimal long-term debt ratio* yang merupakan tipe *trade-off*.

Leary dan Roberts (2005) dan Strebulaev (2007) memperoleh temuan bahwa dalam konteks strategi *dynamic rebalancing*, perusahaan tidak dengan segera merespon terhadap *capital structure shocks* akibat *costly adjustment*. Untuk memenuhi kebutuhan pembiayaan investasinya, perusahaan lebih memilih sumber pendanaan internal. Dalam teori *pecking order*, pemilihan *internal fund* merupakan *adverse selection cost* yang merupakan faktor penting dalam keputusan pembiayaan investasi akibat *costly adjustment*. Menurut Myers and Majluf (1984), *adverse selection costs* merupakan faktor dominan dalam struktur permodalan. Namun Frank & Goyal (2003) dan Fama & French (2002) menyatakan *adverse selection costs* yang disebabkan asimetri informasi, berupa *preference for internal funds*, hanyalah satu dari berbagai faktor yang dipertimbangkan dalam keputusan pembiayaan.

Fama & French (2005) mengungkapkan pernyataan bahwa mendukung teori *pecking order* karena perusahaan jarang melakukan *seasoned equity offering* merupakan pernyataan yang dikatakannya *misleading*. Hasil penelitiannya itu tidak sejalan dengan Shyam-Sunder & Myers (1999). Selanjutnya dikatakannya bahwa tidak berarti teori *trade-off* tidak bermasalah. Berbagai penelitian empiris menunjukkan adanya hubungan negatif antara profitabilitas dengan *leverage ratio* perusahaan yang berarti tidak mendukung teori *trade-off*. Disamping itu, berbagai penelitian menunjukkan bahwa upaya untuk kembali ke target sangatlah lambat. Jadi, baik teori *trade-off* maupun teori *pecking order*, keduanya menghadapi masalah yang serius dalam menjelaskan perilaku keuangan perusahaan. Dengan demikian dibutuhkan suatu pandangan yang melihat kedua teori tersebut tidak lagi saling berdiri sendiri melainkan saling melengkapi, seperti yang dinyatakannya pada bagian akhir dari artikelnya:

In short, the tradeoff model and the pecking order model have serious problems. Thus it is probably time to stop running empirical horse races between them as stand-alone stories for capital structure. Perhaps it is best to regard the two models as stable mates with each having elements of truth that help explain some aspects of financing decision (p.580-581).

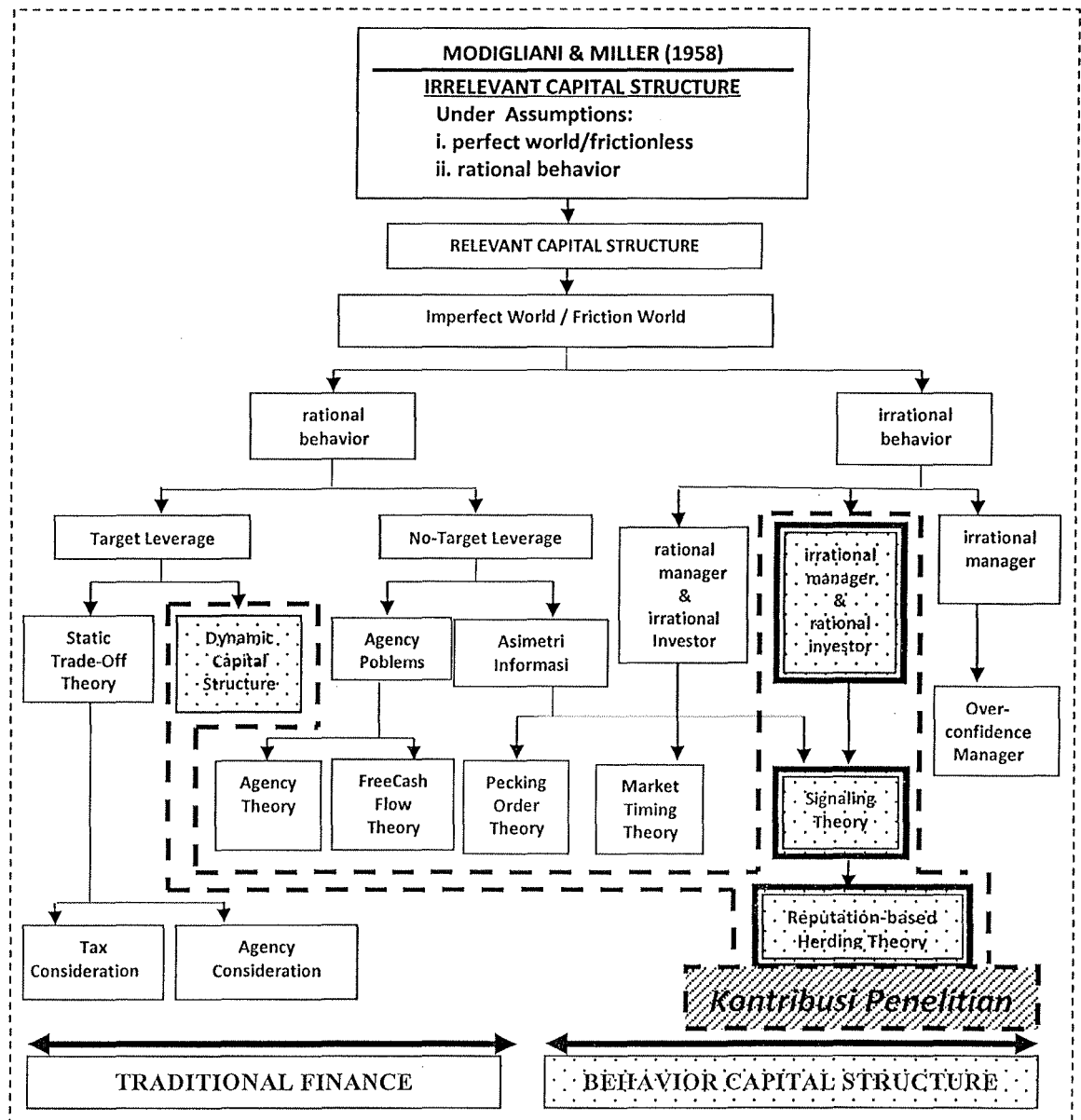
Penggabungan kedua teori dalam suatu model dilakukan dalam horison waktu dimana model *dynamic trade-off* memiliki target yang dicapai dalam jangka panjang, sementara teori *pecking order* yang tidak memiliki target

merupakan keputusan manajer dalam jangka pendek. Baik model *dynamic adjustment* maupun teori *pecking order*, merupakan keputusan manajer yang rasional. Byoun (2011) membuktikan dalam penelitiannya bahwa kondisi *financial surplus/deficit*, yang menunjukkan keberadaan teori *pecking order*, mendukung proses penyesuaian ke arah target yang bersifat asimetri, yaitu adanya perbedaan dalam *speed of adjustment*. Dikatakannya, lebih memungkinkan bagi perusahaan untuk menurunkan *leverage ratio* yang berada lebih tinggi dari targetnya ketika kondisi *financial surplus* melalui *retire debt* dengan tujuan mempertahankan *debt capacity* bagi kebutuhan pendanaan masa mendatang serta menghindari biaya-biaya *re-issuing equity* yang lebih tinggi. Juga lebih memungkinkan bagi perusahaan untuk meningkatkan *leverage ratio* yang berada lebih rendah dari targetnya ketika kondisi *financial deficit*, karena mendorong perusahaan untuk segera melakukan *issue debt*. Dampaknya, kecepatan penyesuaian ke arah target menjadi lebih cepat ketika *leverage ratio* di atas target dengan kondisi *financial surplus*, sekitar 30% atau ketika *leverage ratio* di bawah target dengan kondisi *financial deficit*, sekitar 20% dibandingkan ketika *leverage ratio* di atas target dengan kondisi *financial deficit*, sekitar 2% atau ketika *leverage ratio* di bawah target dengan kondisi *financial surplus*, sekitar 5%.

Leary & Roberts (2005) menunjukkan hasil penelitian bahwa motivasi dibalik penyesuaian terhadap *capital structure shock* yang dilakukan melalui *issue debt* atau *equity* sebagai dampak *mispricing*, bertujuan mengoptimalkan *adjustment cost* yang tidak bertentangan dengan strategi *dynamic rebalancing*. Berbeda dengan hasil penelitian Leary & Roberts (2005), Liu (2005) menyatakan bahwa *market timing* dilakukan manajer dalam horison jangka pendek dan tidak atas dasar penyeimbangan terhadap target melainkan merupakan respon terhadap adanya perubahan pada *market value of equity*. Penelitian Alti (2006) memperoleh kesimpulan bahwa *market timing* untuk *IPO* tidak memberikan dampak menetap terhadap struktur permodalan karena *issue equity* atau *repurchase equity* yang dilakukan manajer hanyalah merupakan respon terhadap kondisi *overvalued* atau *undervalued*. Penetapan *target capital structure* merupakan keputusan manajer yang rasional. Demikian pula reaksi terhadap *mispricing* merupakan keputusan rasional terhadap kondisi pasar yang tidak rasional.

Dengan adanya kebutuhan menempatkan teori-teori *capital structure* sebagai teori-teori yang saling melengkapi satu dengan lainnya, maka dalam studi ini dibentuk model penggabungan dari dua pendekatan, yaitu model *dynamic adjustment capital structure* pada ranah *traditional finance* dengan model *herding* pada ranah *behavior corporate finance*.

Pendekatan pertama adalah model *dynamic adjustment capital structure* dengan target *capital structure* yang diupayakan dicapai pada periode jangka panjang dimana manajer tidak dapat dengan segera mencapainya karena adanya *adjustment cost*. Pendekatan kedua adalah model perilaku *herding* manajer terhadap *peer firms' leverage ratios*. Sejalan dengan Leary & Roberts (2010), adanya kondisi asimetri informasi mendorong manajer melakukan perilaku *herding* dalam upaya mempertahankan reputasi. Perilaku *herding* ini didasarkan atas teori *signaling* yang dinyatakan Ross, (1977), bahwa untuk mempertahankan reputasinya maka perusahaan dengan kualitas yang kurang baik berupaya membentuk *pooling equilibrium*, yaitu suatu kondisi dimana semua perusahaan mendapat penilaian yang sama dari investor. Dalam penelitian ini, pembentukan *pooling equilibrium* dilakukan manajer dengan mengikuti keputusan struktur permodalan *peers*-nya, yaitu menaikkan *leverage* mengikuti *peers' leverage* atau menurunkan *leverage* mengikuti *peers' leverage*. Perilaku *herding* dalam studi ini merupakan upaya untuk menunjukkan adanya interaksi dalam keputusan struktur permodalan antar perusahaan dalam satu industri yang tidak sejalan dengan asumsi rasional dalam *traditional finance*. Bagan penggabungan model sebagai kontribusi penelitian, diberikan pada gambar 1-2.

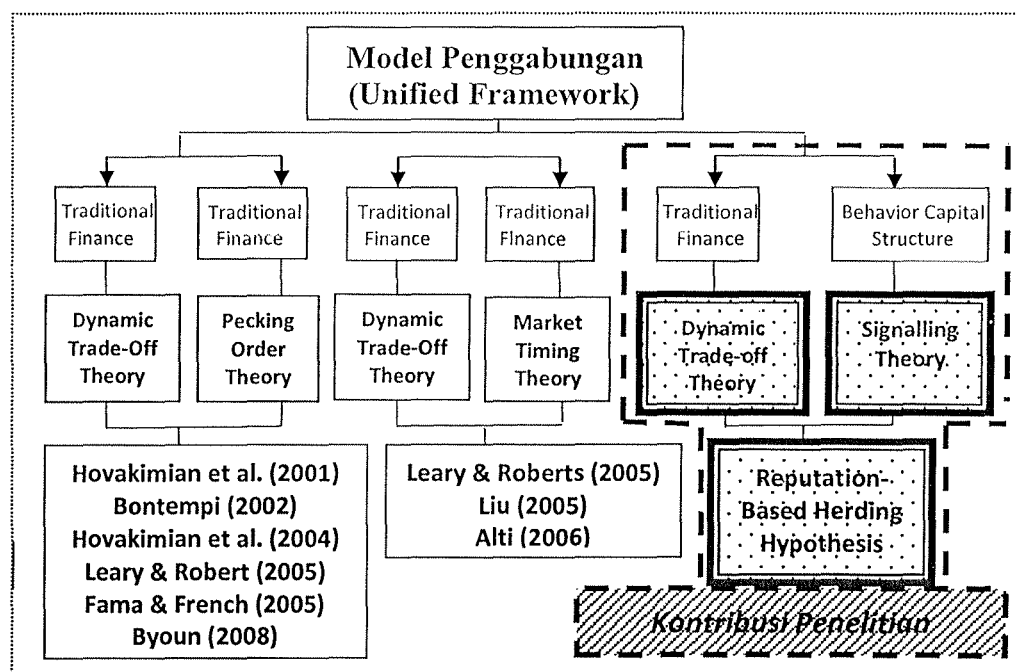


Gambar 1-2 Penggabungan Model *Dynamic Capital Structure* dari *Traditional Finance* Dengan Model Perilaku *Herding* dari *Behavior Corporate Finance*

Studi ini membentuk model penggabungan dari dua pendekatan. Yang pertama, yaitu model *dynamic adjustment capital structure* pada ranah *traditional finance* dimana manajer menetapkan *target capital structure* yang diupayakan dicapai dalam jangka panjang dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan. Yang kedua, model perilaku *herding* pada ranah *behavior capital structure*, yang didasarkan atas teori *signaling* dimana manajer pada waktu tertentu berupaya mempertahankan reputasi.

Sejauh ini, model penggabungan yang telah dibentuk antara *target capital structure* dengan teori lainnya, seperti *hierarchy of financing preference* dalam teori *pecking order*, ataupun dengan *market timing hypothesis*. Model penggabungan tersebut melibatkan teori-teori yang berada dalam lingkup

traditional finance. Sejalan dengan penelitian-penelitian itu, studi ini juga membangun model penggabungan. Namun, model penggabungan yang dibentuk yaitu antara manajer yang menetapkan target jangka panjang dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan berdasarkan model *dynamic adjustment*, dengan perilaku *herding* yang dilakukan manajer didasarkan pada pertimbangan untuk mempertahankan reputasi yang didasarkan atas teori *signaling*. Dengan demikian, model penggabungan dalam penelitian ini memadukan antara teori dalam lingkup *traditional finance* dengan perilaku dalam ranah *behavior capital structure* yang sejauh pengetahuan penulis, belum pernah dilakukan sebelumnya. Model penggabungan dalam studi ini bermaksud menunjukkan adanya interdependensi keputusan struktur permodalan antar perusahaan dalam satu industri, yang tidak dinyatakan dalam model penggabungan lainnya. Demikianlah penelitian ini memberikan kontribusi. Bagan perbandingan model penggabungan dan kontribusi penelitian diberikan pada gambar 1-3.



Gambar 1-3 Perbandingan Model Penggabungan dan Kontribusi Penelitian

Penggunaan model penggabungan menunjukkan teori *capital structure* saling melengkapi satu dengan lainnya. Model penggabungan studi sebelumnya melibatkan pendekatan-pendekatan dalam lingkup *traditional finance*, Bontempi (2002) menggabungkan *dynamic adjustment model* dengan teori *pecking order* dalam model *error correction* yang diaplikasikan pada data panel. Leary & Robert (2005) memperoleh temuan bahwa karena *costly adjustment*, perusahaan tidak dengan segera merespon *capital structure shock* sehingga untuk memenuhi kebutuhan pendanaan investasinya perusahaan memilih menggunakan sumber pendanaan internal (teori *pecking order*).

Fama & French (2005) hasil temuan empirisnya tidak mendukung teori *pecking order*. Tetapi penelitiannya pada tahun 2002 memperoleh temuan yang tidak mendukung teori *dynamic trade-off*. Dinyatakan perlunya memandang kedua model tersebut sebagai model yang saling melengkapi. Byoun (2008) *speed of adjustment* kearah target meningkat/menurun seiring dengan peningkatan *financial surplus/financial deficit* (teori *pecking order*). Leary & Roberts (2005) *market timing* yang dilakukan manajer sebagai dampak dari *mispricing*, bermaksud menyeimbangkan target. Temuan ini bertentangan dengan Alti (2005) yang memperoleh hasil penelitian bahwa market timing dilakukan tidak atas dasar penyeimbangan terhadap *optimal capital structure*. Dalam studi ini penggabungan melibatkan lingkup *traditional finance* maupun *behavior capital structure*. Tujuannya, menunjukkan adanya interdependensi keputusan struktur permodalan antar perusahaan dalam satu industri sebagai kontribusi penelitian yang tidak dinyatakan dalam model penggabungan lainnya.

1.2.4 Kesenjangan Penelitian dalam Sinyal Reputasi

Teori *signaling* dari Ross(1977) menyatakan bahwa dalam kondisi asimetri informasi, perusahaan yang kualitasnya rendah mengharapkan keadaan *pooling equilibrium* dimana investor tidak dapat membedakan antara perusahaan yang tinggi kualitasnya dengan perusahaan yang rendah kualitasnya. *Pooling equilibrium* terbentuk ketika perusahaan dengan kualitas rendah mengirim sinyal yang sama dengan sinyal yang disampaikan perusahaan kualitas tinggi. Pengiriman sinyal ini dilakukan manajer karena menurut Myers & Majluf (1984), manajer memiliki lebih banyak informasi mengenai perusahaan dibandingkan *outside shareholders*. Berbagai instrumen keuangan dapat digunakan sebagai sinyal yang disampaikan kepada investor dengan tujuan agar investor dapat menilai tiap-tiap perusahaan sesuai dengan sinyal yang disampaikan.

Disisi lain, perusahaan dengan kualitas tinggi menginginkan *separating equilibrium* yang dilakukannya dengan mengambil tindakan yang tidak dapat ditiru oleh perusahaan yang rendah kualitasnya. Ketidakmampuan meniru ini diakibatkan adanya kerugian yang jauh lebih besar dibandingkan keuntungan yang dapat diperoleh perusahaan kualitas rendah, seperti dengan meningkatkan *leverage*. Peningkatan *leverage* bermaksud menyampaikan peningkatan kredibilitas perusahaan, tetapi disisi lain menimbulkan peluang resiko gagal bayar bagi perusahaan kualitas rendah. Jadi, perilaku meniru dilakukan manajer perusahaan-perusahaan yang lebih rendah kualitasnya terhadap perusahaan-perusahaan yang lebih tinggi kualitasnya ketika *cost of signal* relatif murah.

Ross (1977) menyatakan pendapatnya bahwa *leverage ratio* yang tinggi merupakan sinyal sehubungan dengan prospek perusahaan yang lebih baik. Demikian juga diungkapkan oleh Leland & Pyle (1977) yang menyarankan bahwa

peningkatan *leverage* perusahaan merupakan sinyal sehubungan dengan prospeknya di masa mendatang sehingga pasar mempersepsikannya sebagai perusahaan yang layak untuk memperoleh penilaian yang lebih tinggi. Tetapi pendapat sebaliknya dikemukakan oleh Asquith & Mullins (1986) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan kinerja yang baik adalah perusahaan yang berupaya menurunkan *leverage ratio*-nya. Hal ini sejalan dengan Masulis dan Korwar (1986).

Survei yang dilakukan Graham & Harvey (2001) memperoleh temuan bahwa perusahaan-perusahaan ternyata sangat memperhatikan *financial flexibility*, sebagai faktor yang terpenting dalam utang perusahaan. Mempertahankan fleksibilitas keuangan dengan cara meminimumkan kewajiban pembayaran bunga, merupakan upaya menghindarkan perusahaan dari kemungkinan kebangkrutan pada saat situasi krisis. Hasil penelitian yang dilakukan Zhao et al. (2004) memperoleh temuan bahwa perusahaan-perusahaan berupaya mempertahankan *lower current debt level* dengan tujuan untuk mengakumulasi kapasitas pembiayaan investasi di masa mendatang. Byoun (2008) mengemukakan pendapat serupa bahwa jika *transaction costs* untuk ekuitas lebih tinggi dibandingkan *transaction costs* untuk utang, maka ketika perusahaan mengalami *financial surplus* akan lebih besar kemungkinan perusahaan untuk mereduksi utangnya dibandingkan ekuitasnya dengan tujuan untuk mempertahankan *debt capacity* bagi kebutuhan pendanaan investasi di masa mendatang dan untuk menghindari biaya-biaya *re-issuing equity* yang lebih tinggi.

Perilaku *herding* dapat dilakukan dengan meningkatkan *leverage ratio* sebagai upaya memberikan sinyal mengenai adanya prospek perusahaan yang baik, sehingga menciptakan *pooling equilibrium* pada *high leverage level*. Atau, perilaku *herding* dilakukan dengan menurunkan *leverage ratio* dengan maksud membangun *debt capacity* untuk mengantisipasi pendanaan investasi di masa mendatang, sehingga menciptakan *pooling equilibrium* pada *low leverage level*.

1.2.5 Kesenjangan Penelitian dalam *Behavior Corporate Finance*

Penelitian yang melibatkan aspek perilaku, sejauh ini berkembang pesat dalam *asset pricing* yang dikenal sebagai lingkup *behavior finance*. Tetapi penelitian dengan aspek perilaku ini masih kurang berkembang dalam konteks

keputusan keuangan perusahaan yang diperkenalkan dengan terminologi *behavior corporate finance*. Penelitian dalam lingkup *behavior corporate finance* sudah lebih berkembang dalam konteks *overoptimist* dan *overconfident* untuk keputusan investasi. Roll (1986) mengajukan *hubris hypothesis* sebagai argumen dalam menunjukkan kinerja akuisisi ketika manajer *overestimate* terhadap manfaat pengambilalihan perusahaan. Hal yang sama diajukan Malmendier & Tate (2005) bahwa *value-destroying acquisitions* lebih besar peluangnya dilakukan oleh *overconfident CEO*. Heaton (2002) menyatakan temuannya, yaitu manajer yang optimis beranggapan bahwa pasar modal yang efisien *undervalue* terhadap sekuritas-sekuritas perusahaan yang beresiko. Oleh karenanya, manajer menggunakan pendanaan internal yang relatif mahal dibandingkan dengan pendanaan eksternal untuk melakukan investasi pada proyek *positive net present value*. Dalam kondisi perusahaan tidak memiliki *free cash flow*, terjadi *underinvestment*. Di sisi lain, manajer menilai *overvalue* proyek perusahaan sehingga melakukan investasi terhadap proyek *negative net present value* terutama ketika terdapat *free cash flow*. Dengan demikian, dapat terjadi *overinvestment*.

Dalam ranah struktur permodalan, yang mulai diperkenalkan dengan terminologi *behavior capital structure*, ditemukan hasil penelitian sehubungan dengan pengaruh *overconfident manager* terhadap *leverage ratio* perusahaan. Fairchild (2005), Hackbarth (2008), dan Park & Kim (2009) memberikan hasil penelitiannya bahwa manajer yang *overconfident* berdampak pada terjadinya *excess leverage* sehingga meningkatkan peluang gagal bayar. Studi manajer yang *overconfident* dalam keputusan pembayaran dividen dilakukan baik oleh DeAngelo et al. (1996) dan juga oleh Desmukh et al. (2010).

Penelitian yang melibatkan aspek perilaku dalam keputusan keuangan perusahaan, juga berkembang dalam pembahasan perilaku *herding*. Dalam keputusan investasi, sejumlah penelitian mendokumentasikan perilaku *herding* dilakukan para agen yang hirau terhadap karirnya, seperti dikemukakan oleh Scharfstein & Stein (1990), Trueman (1994), Zwiebel (1995), Prendergast & Stole (1996), Graham (1999), Hong et al. (2000), dan Haiss (2010).



Trueman (1994) menyatakan bahwa sebagai proksi dalam menetapkan *investor's earning expectations* digunakan *analyst forecasts* yang mencerminkan *privat informasi* yang diperolehnya. Tetapi hasil peramalan yang disampaikan para analis tidak sesuai dengan informasi yang diterimanya, melainkan adanya kecenderungan perilaku *herding* diantara para analis melalui penyampaian hasil peramalan yang sama dengan yang telah diumumkan sebelumnya oleh para analis lainnya.

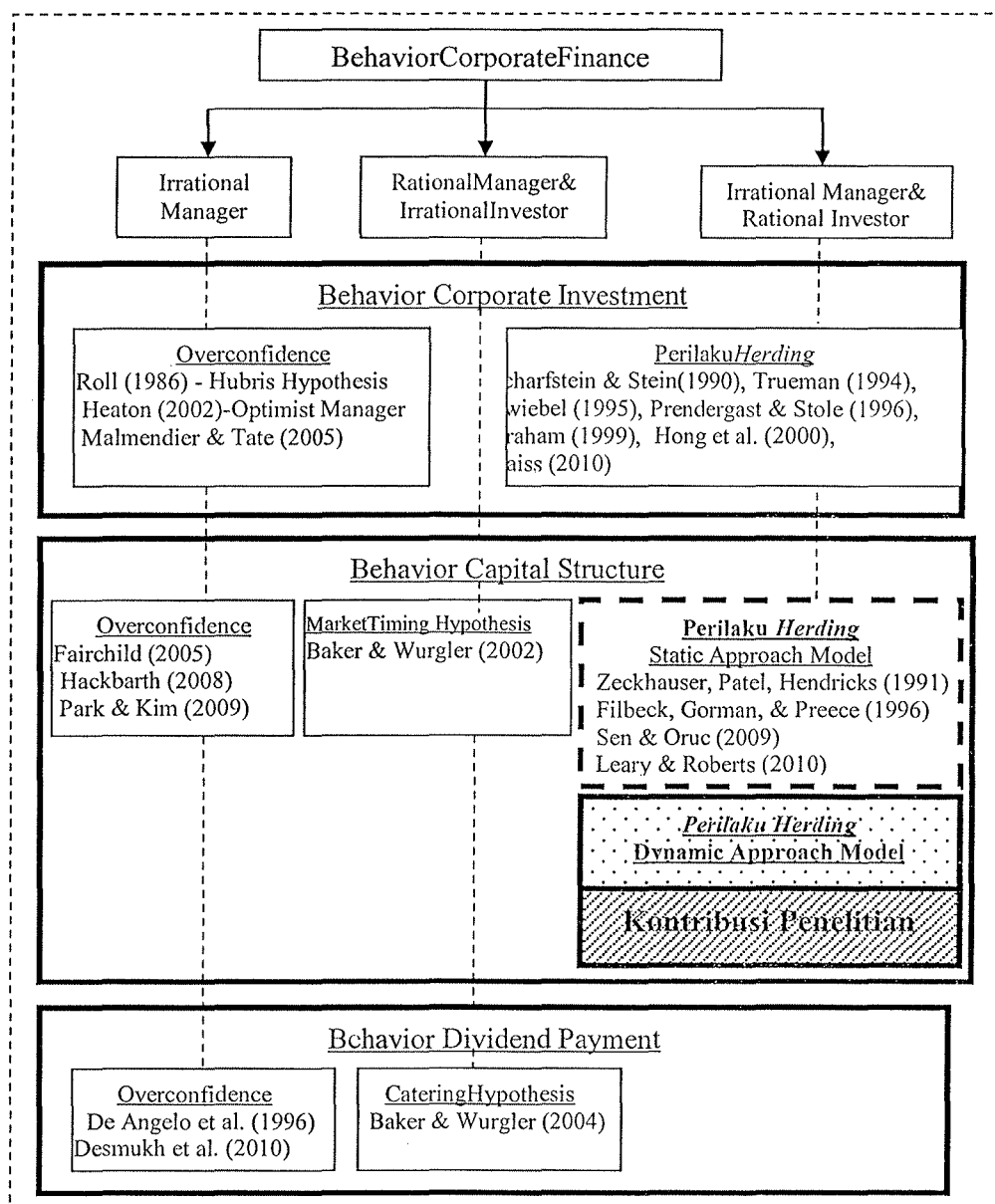
Hong et al. (2000), menyatakan bahwa penelitiannya bermaksud menguji pengaruh hirau karir terhadap perilaku peramalan. Hal ini didasarkan pada pendapat Fama (1980), bahwa seorang agen akan sangat mempertimbangkan reputasinya, karena dapat mempengaruhi gaji yang diperolehnya di kemudian hari. *Security analysts* yang memiliki kinerja yang relatif baik diantara *peers*-nya, dalam memberikan peramalan *earnings* dan rekomendasi saham untuk para investor, akan dipublikasi dan dicari oleh *brokerage house* yang mencerminkan prospek karirnya di masa mendatang. Hasil penelitian Hong et al. (2000) memberikan temuan bahwa hubungan tersebut jelas berpengaruh terhadap para analis yang tidak berpengalaman. Ketika para analis tersebut mengeluarkan hasil peramalan yang tidak akurat dibandingkan hasil prediksi para analis seniornya, mereka akan kurang dipromosikan bahkan bisa diberhentikan. Mempertimbangkan hal ini, para analis muda tidak berani mengambil resiko dalam memberikan hasil peramalannya. Jadi, mereka cenderung melakukan perilaku *herding* yang lebih sering dibandingkan para analis seniornya. Dampaknya, hasil peramalannya akan lebih dekat pada yang dikonsensuskan dibandingkan para analis yang berpengalaman, serta lebih sering terlambat dalam mengeluarkan hasil peramalannya, dan lebih sering melakukan revisi.

Penelitian perilaku *herding* dalam keputusan struktur permodalan, dilakukan Zeckhauser, et al. (1991), Filbeck, et al. (1996), Sen & Oruc (2009), Keiser (2004), Leary & Roberts (2010). Sejauh ini, *behavior capital structure* adalah studi yang baru berkembang dan belum dilakukan di perusahaan-perusahaan di Indonesia. Disamping itu, semua studi perilaku *herding* dalam keputusan struktur permodalan masih bersifat statis. Dalam studi ini, perilaku *herding* diformulasikan dalam model dinamik karena pertimbangan dibutuhkannya waktu bagi perusahaan

untuk menganalisa perilaku *peers* dan baru kemudian pada periode berikutnya memutuskan menirunya. Pertimbangan ini menunjukkan dibutuhkan selang waktu (*lag*) dalam keputusan *herding*. Sejauh yang penulis ketahui, formulasi model *herding* yang dinamik belum pernah dilakukan sebelumnya. Gambar bagan perkembangan penelitian dalam lingkup *behavior corporate finance* serta kontribusi penelitian ini dalam *behavior capital structure*, diberikan pada gambar 1-4.

Dengan adanya kesenjangan-kesenjangan penelitian tersebut, maka masih terdapat berbagai kelemahan dalam penelitian faktor penentu struktur permodalan perusahaan, yaitu:

1. Relatif masih sedikit penelitian-penelitian struktur permodalan di perusahaan-perusahaan di Indonesia yang menggunakan pendekatan dinamik. Sebagian besar penelitian dilakukan dengan pendekatan statis sehingga tidak menangkap keadaan bahwa *actual leverage* perusahaan atau *leverage* perusahaan yang terobservasi mengalami penyimpangan dari keseimbangannya dan tidak dapat dengan segera kembali ke targetnya melainkan membutuhkan waktu untuk kembali ke targetnya.
2. Penelitian-penelitian yang dilakukan relatif masih memperlakukan teori-teori *capital structure* sebagai teori yang saling bersaing satu dengan lainnya. Dengan demikian, penelitian-penelitian tersebut sebagian besar tidak menggunakan model penggabungan yang menggabungkan dua atau lebih teori dalam satu model sebagai gambaran bahwa teori-teori tersebut tidak berdiri sendiri melainkan saling melengkapi.
3. Penelitian teoretik maupun penelitian empiris lebih mengarah pada kondisi dimana faktor-faktor penentu struktur permodalan hanya didasarkan pada faktor-faktor fundamental perusahaan. Dampaknya, keputusan struktur permodalan bersifat terisolasi akibat tidak adanya interaksi atau interdependensi antar perusahaan dalam satu industri.
4. Studi literatur menunjukkan bahwa penelitian *capital structure* di perusahaan-perusahaan di Indonesia masih belum mempertimbangkan aspek perilaku sebagai faktor penentu struktur permodalan perusahaan.



Gambar 1-4 Perkembangan Penelitian *Behavior Corporate Finance* dan Kontribusi Penelitian

Behavior corporate finance dikategorikan dalam 3 kelompok, yaitu *behavior corporate investment* melibatkan aspek perilaku dalam keputusan investasi, *behavior capital structure* melibatkan aspek perilaku dalam keputusan struktur permodalan, dan *behavior dividend payment* melibatkan aspek perilaku dalam keputusan pembayaran deviden. Untuk asumsi *irrational manager*, dikembangkan penelitian *overoptimist* dan *overconfident* dalam keputusan investasi oleh Roll (1986)-*hubris hypothesis*, Heaton (2002)-*optimist manager*, Malmendier & Tate (2005), dalam keputusan struktur permodalan oleh Fairchild (2005), Hackbarth (2008), Park & Kim (2009) dan dalam keputusan pembayaran deviden oleh De Angelo et al. (1996), Desmukh et al. (2010). Untuk asumsi *rational manager & irrational investor* dalam keputusan struktur permodalan dikembangkan *market timing hypothesis* oleh Baker & Wurgler (2002), dan dalam keputusan pembayaran deviden dikembangkan *catering hypothesis* oleh Baker & Wurgler (2004). Untuk asumsi *irrational manager & rational investor*, dikembangkan pembahasan perilaku *herding* dalam keputusan investasi oleh Scharfstein & Stein (1990), Trueman (1994), Zwiebel (1995), Prendergast & Stole (1996), Graham (1999), Hong et al. (2000), Haiss (2010). Sedangkan dalam keputusan struktur permodalan dengan model pendekatan statis dikembangkan oleh Zeckhauser,

Patel, Hendricks (1991), Filbeck, Gorman, & Preece (1996), Sen & Oruc (2009), Leary & Roberts (2010). Model perilaku *herding* dengan pendekatan dinamik merupakan kontribusi penelitian ini.

1.3. Pertanyaan dan Tujuan Penelitian

1.3.1 Pertanyaan Penelitian

Interdependensi *leverage ratio* antar perusahaan yang ditunjukkan melalui model perilaku *herding* dalam model penggabungan dengan model dinamik *trade-off capital structure*, bermaksud untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan penelitian sehubungan dengan proses *dynamic adjustment*, perilaku *herding*, *speed of adjustment*, dan faktor penentu struktur permodalan di perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Pertanyaan sehubungan dengan proses *dynamic adjustment*:

1. Apakah spesifikasi dinamik model *error correction* mencerminkan pergerakan ke arah *target leverage*? Dengan demikian, apakah spesifikasi dinamik *error correction* model menunjukkan upaya perusahaan melakukan *short run dynamic adjustment* untuk kembali ke titik ekuilibrium, yang dampaknya merupakan model yang tepat untuk menjelaskan perilaku struktur permodalan perusahaan?
2. Apakah spesifikasi dinamik model *error correction* menggambarkan upaya perusahaan bergerak ke arah target yang dipengaruhi perilaku *herding*?

Pertanyaan sehubungan dengan perilaku *herding*:

3. Apakah perusahaan melakukan perilaku *herding* terhadap *peer firms' leverage ratios*?

Pertanyaan sehubungan dengan *speed of adjustment*:

4. Seberapa lama waktu yang dibutuhkan untuk mencapai *target capital structure*?

Pertanyaan sehubungan dengan pengaruh dan persistensi perilaku *herding*:

5. Apakah perilaku *herding* berpengaruh terhadap mempercepat atau memperlambat *speed of adjustment* pencapaian ke arah target?
6. Apakah perilaku *herding* itu persisten hingga satu periode berikutnya dalam keputusan *capital structure*?
7. Apakah perilaku *herding* itu persisten hingga dua periode berikutnya dalam keputusan *capital structure*?

8. Apakah perilaku *herding* itu persisten hingga tiga periode berikutnya dalam keputusan *capital structure*?
9. Apakah perilaku *herding* itu persisten hingga empat periode berikutnya dalam keputusan *capital structure*?

Pertanyaan sehubungan dengan karakteristik perusahaan:

10. Apakah karakteristik *tangibility* perusahaan mempengaruhi keputusan permodalan perusahaan?.
11. Apakah *ukuran* perusahaan mempengaruhi keputusan permodalan perusahaan?.
12. Apakah pertumbuhan perusahaan mempengaruhi keputusan permodalan perusahaan?.
13. Apakah profitabilitas perusahaan mempengaruhi keputusan permodalan perusahaan?.

Pertanyaan sehubungan dengan variabel makroekonomi:

14. Apakah variabel makroekonomi mempengaruhi keputusan permodalan perusahaan?.

1.3.2 Tujuan Penelitian

Berbagai studi teoretik maupun empiris telah banyak dilakukan untuk mengetahui faktor-faktor penentu struktur permodalan perusahaan. Studi-studi tersebut memasukkan beragam asumsi, baik yang menetapkan adanya *target capital structure* ataupun tidak, yang melibatkan pelaku rasional atau perilaku *not fully rasional*, yang melibatkan hanya satu teori *capital structure* tertentu atau lebih dari satu teori dalam model penggabungan. Dengan melakukan penyempurnaan-penyempurnaan terhadap penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, maka studi ini mempunyai dua tujuan utama, yaitu:

1. Menunjukkan adanya perilaku *herding* dalam keputusan struktur permodalan di perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia. Perilaku *herding* ini dimungkinkan akibat adanya interaksi antara manajer dengan pihak perbankan sehingga saling berbagi informasi mengenai keuangan perusahaan satu dengan lainnya, *sharing private correlated information*, Frot et al. (1992). Perilaku *herding* terhadap *peer firms' leverage ratios* dapat digunakan untuk menjelaskan fenomena kesamaan *leverage ratio* pada

perusahaan-perusahaan yang berada dalam satu industri yang mengindikasikan adanya interdependensi struktur permodalan perusahaan-perusahaan dalam satu industri.

2. Perilaku *herding* yang dinyatakan dalam model dinamik pada penelitian ini diharapkan merupakan penyempurnaan dari model statis yang digunakan pada studi-studi sebelumnya. Model dinamis perilaku *herding* dalam penelitian ini digunakan untuk mengkaji tujuan manajemen dalam keputusan struktur permodalan perusahaan. Dalam *traditional finance* tujuannya adalah memaksimalkan nilai perusahaan melalui upaya pencapaian target yang merupakan keputusan jangka panjang. Dengan memasukkan aspek perilaku *herding* yang menggambarkan tujuan manajer untuk mempertahankan reputasi perusahaan diharapkan mampu menjelaskan dengan lebih mendalam faktor penentu struktur permodalan serta tujuan manajemen dalam penetapan struktur permodalan perusahaan.

1.4 Kontribusi Penelitian

Studi ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam faktor penentu struktur permodalan di perusahaan manufaktur di Indonesia, sebagai berikut:

1. Perilaku *herding* terhadap *peer firms' leverage ratios* menggambarkan bahwa *leverage ratio* perusahaan merupakan fungsi dari *peer firms' leverage ratios*. Penelitian teoretik maupun penelitian empiris yang telah dilakukan mengarah pada faktor-faktor fundamental perusahaan sebagai faktor-faktor penentu struktur permodalan. Dampaknya, keputusan struktur permodalan bersifat terisolasi. Dengan mempertimbangkan aspek perilaku sebagai faktor penentu struktur permodalan perusahaan, maka adasaling keterhubungandalam keputusan struktur permodalan antar perusahaan dalam satu industri. Sejauh pengetahuan penulis, penelitian ini merupakan studi pertama yang menunjukkan adanya interdependensi keputusan struktur permodalan perusahaan-perusahaan di Indonesia.
2. Dibutuhkan waktu bagi perusahaan untuk menganalisa perilaku *peers* dan pada periode berikutnya baru kemudian memutuskan untuk menirunya. Dibutuhkan selang waktu (*lag*) dalam perilaku *herding* menunjukkan

perilaku *herding* lebih tepat diformulasikan dalam model dinamik. Studi perilaku *herding* dalam keputusan struktur permodalan perusahaan yang telah dilakukan menggunakan pendekatan statis. Pendekatan dinamik dalam penelitian ini merupakan upaya memberikan kerangka teoretik yang diharapkan dapat lebih menyempurnakan perkembangan studi lingkup *behavior corporate finance* khususnya *behavior capital structure* yang mulai mendapat perhatian untuk dikembangkan.

3. Model penggabungan yang dibangun melibatkan pendekatan *dynamic trade-off* bahwa perusahaan memiliki target yang diupayakan dicapai dalam jangka panjang dengan mereduksi penyimpangan *actual leverage* dari targetnya. Pergerakan menuju target mengindikasikan penyesuaian jangka pendek (*short run dynamic adjustment*) ke posisi target. Variasi *speed of adjustment* ke posisi target diakibatkan adanya *adjustment cost*. Disamping upaya pencapaian target, manajer juga mempertimbangkan reputasi perusahaan melalui perilaku *herding*. Perilaku *herding* terhadap *peers' leverage* berdampak pada *speed of adjustment* pencapaian target, yaitu bisa mempercepat *speed of adjustment* ketika upaya pencapaian target (menurunkan/menaikkan *leverage*) searah dengan keputusan perilaku *herding* (menurunkan/menaikkan *leverage* mengikuti *peers*) atau memperlambat *speed of adjustment* ketika upaya pencapaian target (menurunkan/menaikkan *leverage*) berlawanan arah dengan keputusan perilaku *herding* (menaikkan/menurunkan *leverage*).
4. Penelitian ini menekankan pada pandangan yang mengintegrasikan *traditional finance* dan *behavior corporate finance* yang berbeda dari penelitian-penelitian sebelumnya. Penelitian ini diharapkan bermanfaat sebagai referensi bagi studi struktur permodalan lebih lanjut khususnya bagi perusahaan-perusahaan di Indonesia.

1.4.1 Kontribusi Teoretik.

Penelitian ini diharapkan memberikan kelengkapan dan penyempurnaan terhadap studi pengembangan teoretik maupun studi empirik mengenai keputusan struktur permodalan yang telah ada. Beberapa alasan bahwa studi ini memberikan kontribusi teoretik, yaitu:

1. Studi ini memberikan model teoretik untuk pengukuran perilaku *herding* yang dilakukan manajer perusahaan dalam keputusan struktur permodalan, yang diformulasikan dalam model dinamik.
2. Penggunaan model penggabungan dalam studi ini bermaksud memandang teori-teori *capital structure* tidak lagi sebagai teori yang saling bersaing satu dengan lainnya melainkan sebagai teori yang melengkapi satu dengan lainnya yang selama ini masih jarang dilakukan.
3. Model dalam studi ini menggabungkan antara model *dynamic adjustment capital structure* yang menjelaskan proses penyesuaian *leverage ratio* yang dinamik ke arah target sebagai model dalam ranah *traditional finance* dengan perilaku *herding* yang didasarkan teori signaling sebagai model dalam ranah *behavior capital structure*. Model penggabungan yang melibatkan dua ranah ini, merupakan yang pertama kali dilakukan.
4. Dengan adanya perilaku *herding* atas dasar mempertahankan reputasi (*reputation-based herd behavior*) sebagai faktor penentu struktur permodalan perusahaan, maka studi ini memberikan sumbangan dalam perkembangan teori *capital structure* sebagai bagian dari *behavior corporate finance* yang mulai mendapat perhatian untuk diteliti.

1.4.2 Kontribusi Metodologi

Penggunaan *error corection model* yang diturunkan dari model *first-order autoregressive distributed lag* (model *ARDL (1,1)*), relatif jarang digunakan. Sebagian besar penelitian *dynamic trade-off model* menggunakan analisis *partial adjustment model*. *Error correction mechanism* memastikan terjadi konvergensi ke arah target, yaitu kembali ke ekuilibriumnya dengan menurunkan atau menaikkan *leverage* ketika penyimpangan di atas atau di bawah target. Proses penyesuaian yang dinamis ini mencerminkan kecepatan penyesuaian pergerakan untuk kembali ke ekuilibriumnya.

Dalam pertimbangan mempertahankan reputasi, dilakukan dengan menurunkan *leverage ratio* untuk mengikuti *peers* sehingga membentuk *pooling equilibrium* pada *low leverage* atau menaikkan *leverage ratio* mengikuti *peers* sehingga membentuk *pooling equilibrium* pada *high leverage*. Jika keputusan menurunkan atau menaikkan *leverage* sebagai upaya menyeimbangkan ke arah

target sejalan dengan keputusan menurunkan atau menaikkan *leverage* untuk mempertahankan reputasi, maka berdampak pada percepatan *speed of adjustment* ke arah *target capital structure*. Sedangkan jika keputusan menurunkan atau menaikkan *leverage* sebagai upaya menyeimbangkan ke arah target tidak sejalan dengan keputusan menurunkan atau menaikkan *leverage* untuk mempertahankan reputasi, maka berdampak pada perlambatan *speed of adjustment* ke arah *target capital structure*.

1.4.3 Kontribusi Manajerial

Penetapan *leverage ratio* tidak hanya didasarkan pada *fundamental value* tetapi juga mempertimbangkan bagaimana mempertahankan reputasi dalam pandangan investor melalui perilaku *herding*. Menurut Shefrin (2001), perilaku *herding* menimbulkan *behavioral cost* yang dianggap merupakan rintangan dalam memaksimalkan nilai perusahaan. Tetapi Keynes (1936) merekomendasikannya ...*wordly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally*. Keynes menyarankan kepada manajer profesional untuk '*follow the herd*' ketika sangat memperhatikan bagaimana kemampuan mereka dinilai. Dengan demikian, manajer dapat melakukan perilaku *herding* terhadap *peer firms' leverage ratios* dengan maksud mempertahankan reputasi.

Perilaku *herding* ke arah *peer firms' leverage ratios* yang dilakukan dengan menaikkan *leverage ratio* perusahaan, bermaksud memberikan sinyal bahwa perusahaan memiliki prospek yang lebih baik di masa mendatang sehingga pasar mempersepsikannya sebagai perusahaan yang layak memperoleh penilaian yang tinggi, Ross (1977), Leland & Pyle (1977). Dengan demikian tercipta *pooling equilibrium* pada *leverage* yang tinggi. Tetapi, peningkatan *leverage ratio* mengikuti *peers* dengan tujuan mempertahankan reputasi tanpa pemanfaatan pendanaan untuk dialokasikan pada *positif net present value investment*, berpeluang gagal bayar yang justru kemudian menurunkan reputasi perusahaan.

Perilaku *herding* ke arah *peer firms' leverage ratios* yang dilakukan dengan menurunkan *leverage ratio* perusahaan, bermaksud memberikan sinyal bahwa perusahaan berupaya membentuk *financial flexibility*. Dari hasil surveinya, Graham & Harvey (2001) menyatakan bahwa *financial flexibility* sebagai

kemampuan untuk menghindari *underinvestments* dan juga *financial distress*, ternyata merupakan kepedulian utama para manajer. Byoun (2011) mengemukakan *financial flexibility* sebagai kapasitas perusahaan untuk menggerakkan sumber-sumber keuangannya dalam merespon ketidakpastian di masa mendatang. Dalam hal ini, perusahaan mempersiapkan *debt capacity* untuk pendanaan investasi pada masa mendatang. Hal ini sejalan dengan Fama (1980) yang menunjukkan bahwa manajer lebih memilih mempertahankan *debt ratio* rendah dengan maksud untuk mereduksi resiko, disamping untuk mengurangi tekanan yang berasal dari komitmen pembayaran bunga, Jensen (1986).

1.5 Sistematika Pembahasan

Penulisan disertasi ini disusun dengan sistematika sebagai berikut. Bab I merupakan pendahuluan yang memberikan penjelasan mengenai latar belakang penelitian, kesenjangan penelitian, pertanyaan penelitian, tujuan penelitian dan kontribusi penelitian. Bab II merupakan pembahasan mengenai perkembangan teori *capital structure*, *behavior corporate finance*, perilaku *herding*, model penggabungan, model *dynamic capital structure*, asimetri *speed of adjustment*, penurunan model *error correction* dari Model *ARDL (1,1)* serta permasalahan endogenitas. Bab III memberikan model analitik, batasan dalam spesifikasi dinamik, pembentukan model spesifikasi umum, pembentukan model *error correction* melalui penurunan model *ARDL (1,1)*, model empiris, serta hipotesis penelitian. Bab IV memberikan penjelasan mengenai metodologi penelitian yang digunakan. Bab V memberikan deskriptif statistik, estimasi model penelitian, serta membahas hasil pengujian hipotesis penelitian dan analisis. Bab VI merupakan kesimpulan hasil penelitian, implikasi penelitian, asumsi dan keterbatasan penelitian, juga usulan untuk penelitian lebih lanjut.