

**Capital Structure Choice: Macroeconomic
Conditions and Financial Constraints.
(Working Paper # 279, Forthcoming Journal of Financial
Economics, 2002).**

Oleh: Riris Aishah Prasetyowati

Abstract

The empirical literature provides conflicting assessments about how firms choose their capital structures. Distinguishing among the three main hypotheses (“tradeoff”, pecking order, and market timing) requires that we know whether firms have long-run leverage targets and (if so) how quickly they adjust toward them. Yet many previous researchers have applied empirical specifications that fail to recognize the potential for incomplete adjustment. A more general, partial-adjustment model of firm leverage indicates that firms do have target capital structures. The typical firm closes about one-third of the gap between its actual and its target debt ratios each year.

Keyword : Capital Structures, Financial Contrains, Agency Cost

1. Pendahuluan

Artikel ini bertujuan untuk melihat lebih jauh pengaruh faktor makro ekonomi dan kendala keuangan (financial constraints) terhadap penentuan struktur kapital oleh perusahaan. Perusahaan akan berbeda dalam pemilihan angka struktur kapitalnya, tergantung dari apakah perusahaan mempunyai kendala keuangan atau tidak punya kendala. Selain hal tersebut faktor ekonomi yang akan mempengaruhi nilai dari assetnya juga akan mempengaruhi perusahaan dalam memilih struktur kapital yang berbeda pada waktu yang berbeda. Untuk hal tersebut maka penulis menguji dampak dari ke dua factor tersebut terhadap pemilihan angka struktur capital perusahaan.

Dalam teori struktur kapital, static tradeoff menyatakan bahwa perusahaan dapat meningkatkan leverage sampai angka optimum yang ditargetkan, sedangkan pecking order menyatakan bahwa pendanaan dari luar akan lebih mahal (bagi sekuritas yang lebih berisiko), karenanya perusahaan akan memilih pendanaan dari dalam terlebih dahulu kemudian baru menerbitkan surat hutang dan terakhir menerbitkan saham.

Riset ini menggunakan pendekatan yang sama dengan Hovakimian et al (2001), mereka meneliti hubungan antara variabel spesifik-perusahaan, target leverage dan pilihan menerbitkan sekuritas (hutang atau saham). Sedangkan riset ini membagi lagi kategori perusahaan menjadi dua; perusahaan yang mempunyai kendala keuangan dan yang tidak mempunyai kendala keuangan. Selanjutnya dilakukan estimasi hubungan antara rasio hutang dan variable-spesifik perusahaan serta factor makro ekonomi.

Setelah dilakukan estimasi hubungan tersebut kemudian riset ini melanjutkan investigasi ke hubungan antara penerbitan/ pembelian kembali sekuritas, deviasi dari target leverage terhadap factor spesifik-perusahaan dan faktor ekonomi makro.

Temuan dari penelitian, seperti yang ditemukan pada panelitian sebelumnya bahwa hubungan antara factor-spesifik perusahaan dan target leverage konsisten dengan teori tradeoff dan pecking order. Namun terdapat beberapa hal yang tidak konsisten seperti misalnya perusahaan dengan asset besar memiliki angka leverage yang lebih tinggi. Perusahaan yang mempunyai asset yang unik akan mempunyai leverage lebih rendah, perusahaan yang mempunyai depresiasi-tax shield yang tinggi akan mempunyai target leverage yang rendah, deviasi dari target leverage yang diperkirakan oleh penulis dapat menjelaskan pilihan perusahaan dalam menerbitkan sekuritas (konsisten dengan tradeoff).

Untuk perusahaan yang mempunyai kendala keuangan, terdapat hubungan negatif antara leverage dan operating income, serta hubungan negative antara leverage dan factor makro ekonomi, hal ini sejalan dengan teori pecking order

Tradeoff teori mengindikasikan adanya *pro-cyclical* leverage sewaktu terjadi ekspansi ekonomi (pasar keuangan bagus, bankrupcy cost rendah tax shield tinggi dan perusahaan mempunyai cash flow lebih), sehingga hutang lebih menarik bagi perusahaan yang tidak terkendala keuangan (Jensen dan Meckling, 1976; Hubbar 1993). Beberapa peneliti membuktikan bahwa tax shield mempunyai dampak terhadap pemilihan struktur capital (Mackiey dan Mason 1990; Graham 1996), mereka jauh dari kasus kebangkrutan, penggantian asset (Jensen, 1996), problem debt overhang (Myers, 1977). Sehingga pecking order lebih cocok untuk pola ini dimana mereka lebih memilih pembiayaan dari dalam selama periode ekspansi ekonomi.

Temuan penelitian juga menunjukkan bahwa factor makro ekonomi dapat menjelaskan beberapa dari pola *counter-cyclical* terhadap leverage bagi perusahaan yang tidak terkendala keuangan. Sesuai dengan agensi model dari Levy (2001) bahwa hutang mendukung keinginan (interest) manajer. Pada saat resesi kekayaan (wealth) manajer relative berkurang dari pemegang saham, untuk meningkatkan kesejahteraan (insentif) tersebut maka manajer mencoba meningkatkan angka hutang keposisi yang optimal. Kondisi ini memicu adanya counter cyclical leverage pada perusahaan yang tidak terkendala keuangan. Hal tersebut menjadi motivasi penulis untuk menggunakan variable siklus bisnis dengan proksi agregat kesejahteraan manajer dalam membuat estimasi angka leverage.

Setelah melihat hubungan (relationship) diatas, penelitian ini kemudian masuk ke tahap ke dua yaitu melakukan estimasi bagaimana perusahaan dalam memilih menerbitkan sekuritas (hutang atau modal) yang bervariasi terhadap (1) jarak / beda antara actual dan target leverage, (2) kondisi makro ekonomi, (3) variable spesifik-perusahaan. Friksi akan mengakibatkan adanya deviasi antara target dan actual leverage (Fisher et al, 1989; Leland, 1994, 1998), sementara itu marginal tax shield dapat menjelaskan keputusan untuk pemilihan menerbitkan sekuritas.

Variabel makro ekonomi merupakan factor dominan dalam menentukan penerbitan dan pembelian kembali sekuritas perusahaan bagi perusahaan yang tidak terkendala keuangan. Temuan ini sejalan dengan beberapa temuan peneliti lain yang melihat adanya variasi dari waktu ke waktu dalam hal pemilihan penerbitan sekuritas.

Penelitian ini focus pada literature dari Myers dan Majluf (1984) tentang pecking order teori, yang menyebutkan bahwa orang dalam perusahaan mengetahui informasi perusahaan lebih banyak dari pihak luar, sehingga mereka akan menerbitkan hutang jika harga saham rendah (underpriced). Jika saham yang diterbitkan maka akan memunculkan persepsi bahwa kondisi perusahaan tidak bagus. Saham diterbitkan biasanya berpusat (*clustering*) pada saat pasar sedang bagus-peak (Korajczyk, 1990).

Sementara itu Bayless dan Chaplinsky (1996) menyatakan ada “window opportunity” dimana capital diterbitkan pada saat waktu yang tepat dan menguntungkan (favorable) perusahaan. Penerbitan hutang mempunyai lebih sedikit kesan isu negative dari pada menerbitkan saham, lebih sedikit asimetri informasi (Chaplinsky, 1993).

Data mengenai clustering ekuitas diatas berlawanan dengan data makro ekonomi. Pada periode ekspansi tahun 1970 an, kinerja pasar keuangan tidak bagus, harga saham turun, namun pada saat tersebut banyak perusahaan menerbitkan saham.

2. Data dan empirical specification

Data quarterly perusahaan diambil dari Compustat dan Center for research in Security Prices (CRSP), rentang waktu data adalah kuartal 1 1984 sd kuartal 3, 1993. Semua data time series dikonversikan ke nilai real dolar tahun 1980 dengan menggunakan indek konsumen (CPI). Data yang dimasukkan adalah perusahaan yang mempunyai salah satu kriteria berikut ; net ekuitas yang diterbitkan atau dibeli kembali, dividen atau perubahan nilai buku pinjaman minimum 5 persen dari nilai buku asset. Metodologi penelitian juga membutuhkan data dari delapan kuartal sebelum dan sesudah perusahaan merubah struktur kapitalnya. Hal ini dilakukan untuk mengeluarkan perusahaan yang tidak stabil kondisi keuangannya, dimana keputusan keuangannya berdasarkan factor diluar dari penelitian.

Data dari CRSP yang dipakai hanya data perusahaan yang mempunyai paling kurang 48 bulan sebelum perubahan struktur capital karena sesuai Welch (1989) kemungkinan perusahaan melakukan penerbitan karena factor season akan bisa dikurangi. Perusahaan lembaga keuangan juga dikeluarkan dari data. Dari kriteria tersebut maka data penelitian berisi 5.623 event kuartal.

2.1 Financial constraints

Perusahaan dikatakan mempunyai kendala keuangan jika perusahaan tersebut tidak memiliki cukup uang tunai pada saat ada kesempatan berinvestasi dan ketika masuk ke pasar keuangan menghadapi adanya biaya agensi (agency cost). Kriteria spesifik adanya kendala keuangan pada waktu pengamatan (event window) adalah (1) perusahaan tidak mempunyai net pembelian kembali hutang atau saham dan tidak membayar dividend dan (2) angka Tobin Q (jumlah nilai pasar ekuitas + nilai buku hutang dibagi nilai buku asset) lebih besar dari 1 pada akhir kuartal. Perusahaan dikatakan tidak mempunyai kendala keuangan jika tidak memenuhi kriteria tersebut pada waktu tersebut.

Dari kriteria diatas maka terdapat 565 perusahaan-event dikategori terkendala keuangan dan 5059 tidak ada kendala keuangan. Hanya delapan perusahaan dalam kategori terkendala yang mempunyai investment rating, selebihnya mempunyai rating spekulatif. Sekitar sepertiga perusahaan yang masuk kembali kedalam sampel berpindah klasifikasi ratingnya.

Beberapa kesimpulan statistic dari table 1, jumlah perusahaan yang masuk dalam kategori terkendala keuangan lebih sedikit, sedangkan angka belanja capital perusahaan kategori ini lebih besar meskipun mempunyai income lebih rendah, berarti perusahaan tersebut mempunyai kesempatan untuk berinvestasi. Selanjutnya perusahaan dengan kendala keuangan tersebut mempunyai rasio hutang lebih rendah ketika diukur menggunakan nilai pasar asset, tetapi mempunyai nilai yang relative sama jika diukur dengan nilai buku (diukur dengan asset tangible). Nilai beta lebih tinggi pada perusahaan yang terkendala, berimplikasi bahwa adanya pergerakan nilai ekuitas tidak memicu perbedaan leverage pada kedua kategori sampel.

Selanjutnya diukur sensitivitas dari investasi terhadap cash flow (Fazari et al 1988). Sensitivitas cash flow diukur dengan melakukan regresi investasi (capex/ PPE) terhadap cash flow (net income ditambah dengan depresiasi), lagged Tobin Q, dan lagged cash fraksi dari asset..

2.2 *Emperical Specification*

Penulis menggunakan data spesifik perusahaan dan data aggregate/makroekonomi untuk melakukan isolasi kondisi makro ekonomi di pilihan pendanaan perusahaan. Metoda ini sama dengan yang dipakai Gertler (1993), Marsh (1982) dan Hovakimian (2001). Variabel tersebut tertinggal (lagged) satu kuartal, karena penerbitan data ke public tidak serta merta diterbitkan pada tanggal berakhirnya kuartal. Pilihan struktur capital dapat dijelaskan dengan dua model berikut :

$$Lev^*_{it} = MacroT_{i-3}\alpha + X_{i,t-3}\beta + f_i + q_t + fq_t + d86_t \dots\dots\dots (1)$$

$$Pr (y_{it} = 1) = F[\delta(Lev^*_{it} - Lev_{it-3}) + MacroI_{i-3} \eta + Z_{i,t-3}\gamma + q_t + fq_t + d86_t] (2)$$

Persamaan (1) ekpektasi leverage pada bulan t (Lev^*_{it}) sebagai fungsi dari makro ekonomi $MacroT_{i-3}$; spesifik- perusahaan $X_{i,t-3}$; fixed effect (f_i) dan kalender kuartal dummy (q_1, q_2 dan q_3 ; financial quarter dummy (fq_1, fq_2 dan fq_3); dan pre tax 1986 Tax Acc, sama dengan 1 untuk tahun sebelum 1987.

Persamaan (2), adalah expected pemilihan penerbitan/pembelian kembali $y_{it} = 1$ untuk hutang dan 0 untuk equity; $Lev^*_{it} - Lev_{it-3}$ merupakan fungsi dari perbedaan leverage dari target; makro ekonomi variable $MacroI_{i-3}$. ; variable spesifik perusahaan $Z_{i,t-3}$ dan kalender kuartal; finansial kuartal serta dummy pre tax 1986.

2.3 *Target leverage variabels*

2.3.1 *Firms-Spesific target leverage variables*

Variabel spesifik perusahaan $X_{i,t-3}$ untuk melihat gambaran dari Asset, profitabilitas, keberadaan tax shield dan besaran perusahaan. Semua variable ini dibagi dengan total asset (fraksi dari asset).

Net **Property Plant dan Equipment (PPE)** sebagai ukuran dari besaran jaminan (Titman dan Wessel, 1988). Pembayaran pajak dan depresiasi kuartal sebelumnya adalah proksi untuk tax shield. Mean Selling expense dibagi dengan sales merupakan proksi dari keunikan perusahaan, mean dari operating income kuartal yang lalu dan market value terhadap book value sebagai alat ukur kinerja dan growth (tumbuh). Untuk membuat data time series menjadi stationar, maka dimasukkan rasio asset perusahaan terhadap rata-rata nilai pasar kapitalisasi ekuitas.

2.3.2 Macro economic target variables

Menurut Kiyotaki dan Moore (1997, Levy (2001), agregat distribusi dari kesejahteraan manajer dan pemegang saham ditentukan oleh tingkat problem agensi dan optimal leverage. Bonus untuk manajer akan sejalan dengan profit dan kinerja ekuitas (option kompensasi). Penulis membuat konstruksi tiga seri yang terdapat di $MacroT_{i-3}$ yaitu; dua tahun agregat domestic non finansial pertumbuhan profit perusahaan; dua tahun imbal balik ekuitas; annualisasi selisih bunga 3 bulan komersial paper dan 3 bulan T-Bill dipakai untuk mengukur profit perusahaan dan juga dapat dipakai sebagai alat ukur kompensasi manajer, berdasarkan alasan yang dikemukakan oleh Bernanke dan Blinder (1992), Friedman dan Kuttner (1993).

2.3.3 Issue and Repurchase Variables

Pada kondisi pasar sempurna (tanpa friksi), maka perusahaan dapat melakukan penyesuaian terhadap target leverage segera. Pada pasar yang tidak sempurna perusahaan dapat memilih deviasi angka leverage dari target. Pada model yang dibangun penulis memasukkan unsur makro ekonomi dan variable spesifik-perusahaan sebagai proksi dari friksi.

2.4.1 Firm specific issue dan repurchase variables

Variable spesifik perusahaan di dalam persamaan 2 adalah Z_{it-3} , semua variable merupakan fraksi dari nilai buku asset. Sebagaimana temuan Ambarish et al (1987) reaksi harga saham terhadap penerbitan ekuitas baru tergantung dari informasi asimetris dari nilai asset perusahaan terhadap kesempatan tumbuh. Disini penulis membuat proksi kesempatan tumbuh dengan proksi mean angka belanja modal empat kuartal yang lalu; mean selling expense empat kuartal yang lalu dibagi dengan sales, Tobin Q.

Untuk proksi net operating loss carry forward (dipakai Hovakimian, 2001) digunakan *operating income*, *mean tax payment*, *mean* dari depresiasi empat kuartal sebelumnya.. Terkait isu stasioner untuk *time series* kemudian nilai asset di koreksi dengan menggunakan rasio asset terhadap rata-rata nilai kapitalisasi ekuitas. Untuk membuat stasioner data *equity price run up* sebelum pengumuman penerbitan, digunakan data satu tahun abnormal return.

Mengikuti Hovakimian et al (2001) keputusan manajer terhadap pemilihan penerbitan dipengaruhi oleh angka akuntansi, untuk hal tersebut digunakan dummy dilusi sama dengan satu apabila penerbitan saham mengakibatkan dilusi *earning per share* melebihi debt issue, serta dummy dari, selanjutnya variable dummy yang bernilai 1 jika penerbitan saham akan mengurangi nilai buku ekuiti per saham.

2.4.2 Macroeconomic issuedan repurchase variables

Menurut Korajczyk et al (1992), Choe (1993) perusahaan akan menerbitkan ekuitas jika *adverse selection cost* rendah sehingga reaksi harga terhadap pengumuman penerbitan sekuitas sedikit negative (less negative). Instrumen yang dipakai adalah tiga bulan lagged dari variable makroekonomi, 3 bulan lag dari profit korporasi growth dan lagged dari tingkat pertumbuhan variable ekonomi tiga bulan sebelumnya. Penelitian ini menggunakan variable *spread* dan *run up* pada equity market sebagai signal kinerja ekonomi dan growth dengan proksi tiga bulan nilai tertimbang *equity return CRSP*. Menggunakan default spread yaitu rata-rata yield dari rating Baa dikurangi Aaa Moody obligasi korporasi dengan maturity 20 sd 25 tahun,

Tabel 3 menunjukkan bahwa perusahaan tanpa kendala keuangan menerbitkan ekuitas ketika kondisi keuangan bagus (ketika term spread lebih tinggi dari rata-rata, ketika run up equity di pasar uang lebih besar dari rata rata dan ketika rata rata reaksi terhadap harga tidak negative waktu pengumuman penerbitan saham. Hal sebaliknya terjadi pada perusahaan yang terkendala.

Tabel 4 memaparkan kondisi pembelian kembali dan pengaruh factor makro ekonomi. Dari hasil tersebut ada kemungkinan *tender offer* dalam pembelian kembali karena dari analisa *bivariate* terlihat bahwa pembelian kembali tidak dipengaruhi oleh faktor makro ekonomi.

3. Estimation

3.1 Estimasi target leverage

Asumsi yang dibuat oleh penulis adalah actual rasio leverage sama dengan optimal target leverage ditambah dengan error sehingga persamaan 2 menjadi

$$Lev^*_{it} = MacroT_{it-3}\alpha + X_{i,t-3}\beta + f_i + q_t + fq_t + d86_t + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (3)$$

Penulis menggunakan empat ukuran leverage yang berbeda. Angka hutang menggunakan nilai buku. Pengukuran pertama adalah rasio hutang jangka pendek ditambah hutang jangka panjang terhadap nilai pasar asset. Kedua menggunakan rasio dari hutang jangka panjang terhadap nilai pasar asset. Ketiga menggunakan rasio hutang jangka pendek ditambah hutang jangka panjang terhadap nilai buku asset. Terakhir dari rasio hutang jangka pendek dan jangka panjang dikurangi dengan cash dan surat berharga pasar uang dibagi dengan nilai pasar asset dikurangi dengan cash dan surat berharga pasar uang.

Temuan sejalan dengan Hovakimian (2001) dan Fama dan French (2002). Target leverage mempunyai hubungan negative dengan profitabilitas, non-interest tax shield, pajak yang dibayar, tinggkatan intangible terhadap tangible asset dan rasio nilai pasar dan nilai buku. Sedangkan beberapa variable berhubungan positif yaitu ukuran perusahaan. Beberapa temuan sejalan dengan teori trade off (hubungan negative antara leverage dan non interest tax shield) dan sebagian sejalan dengan pecking order teori (hubungan negative antara leverage dan profitability). Sebagian temuan lainnya di proksikan sebagai deviasi dari target seperti adanya hubungan negative antara leverage dan pembayaran pajak.

Selanjutnya analisa dilakukan dengan melakukan dekomposisi variasi runut waktu pada target leverage terhadap makro ekonomi dan spesifik factor perusahaan. Dari persamaan leverage maka ;

$Macro_t = \sum_{i=1}^I Macro_{T_{i-3}} \alpha$ dan $Firm_t = \sum_{i=1}^I X_{i,t-3} \beta$, dimana I adalah jumlah perusahaan pada sampel pada saat waktu t. Dekomposisi varian menjadi $Macro$ Variance = Variance [$Macro_t$] / Variance ($Macro_t + Firm_t$)..... (4)

$Firm$ Variance = Variance [$Firm_t$] / Variance ($Macro_t + Firm_t$)..... (5)

$Covariance$ = Covariance [$Firm_t + Macro_t$] / Variance ($Macro_t + Firm_t$)

Tabel 5 Panel A, dilihat dari koefisien variabel makro ekonomi, sampel perusahaan yang tidak terkendala mempunyai counter-cyclical koefisien signifikan secara ekonomi dan statistik. Temuan menunjukkan bahwa ada hubungan positif antara leverage dan collateral seperti *property, plant dan equipment* tetapi tidak signifikan. Hal ini kemungkinan disebabkan oleh fakta dimana dengan kenaikan collateral perusahaan cenderung semakin tidak terkendala.

Dekomposisi varian dari table 5 menunjukkan factor makro ekonomi memberikan pengaruh pada variasi target leverage khususnya pada perusahaan tidak terkendala, begitu juga dengan factor spesifik perusahaan. Sebagaimana yang diprediksi variasi target leverage karena makroekonomi dan spesifik factor perusahaan mempunyai kovarian positif untuk perusahaan tak terkendala. Selama masa ekspansi perusahaan yang mempunyai positif earning cenderung mempunyai leverage yang rendah. (Titman Wessels 1988), kecuali saat asset diukur dengan nilai buku.

3.2 Estimating the debt-equity issue choice

Sub bagian ini menjelaskan hasil dari estimasi persamaan (2) dimana perusahaan yang dianalisa adalah yang mempunyai net ekuitas atau hutang yang diterbitkan sekurangnya 5 persen dari asset.

Temuan di table 6 menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai profit yang tinggi dan level pajak yang dibayar tinggi cenderung menerbitkan surat hutang, hal ini sejalan dengan pecking order teori (short run) dan juga sejalan dengan long run trade off model (ketika perusahaan dengan kinerja profi bagus ketika mempunyai akses dengan pasar modal mereka cenderung untuk menerbitkan hutang).

Pola dari penerbitan (saham atau hutang) berbeda secara substansial antara perusahaan yang terkendala dengan yang tidak terkendala.

Leverage deficit adalah perbedaan antara target leverage rasio pada akhir kuartal adanya penerbitan dengan awal leverage ketika ada penerbitan. Adanya deficit leverage akan meningkatkan kemungkinan untuk menerbitkan hutang Hovakimian, 2001, Myers, 1999). Perusahaan yang terkendala lebih sensitive terhadap penyimpangan dari target leverage.

Dari dekomposisi varian terlihat bahwa perusahaan yang tidak terkendala lebih sensitive terhadap perusahaan yang terkendala sementara itu perusahaan yang terkendala lebih sensitive terdeviasi dari target. Lebih jauh factor makro ekonomi marjinal signifikan bagi perusahaan terkendala, sementara itu varian waktu terhadap variable factor spesifik perusahaan sangat substansi bagi dua kategori sampel.

Sama dengan factor makro ekonomi, perusahaan yang terkendala keuangan tidak melihat kapan menerbitkan sekuritas sementara perusahaan yang tidak terkendala melihat waktu yang tepat. Jadi perusahaan yang terkendala mengambil apa yang bisa diambil.

3.3 Estimating the debt-equity repurchase choice

Kategori pembelian kembali saham atau hutang sekuarangnya 5% dari nilai buku asset. Dari table 7 ditemukan bahwa koefisien pada variable *price reaction* tidak signifikan secara ekonomis dan statistic. Secara umum dampak dari variasi factor makro ekonomi terhadap keputusan pembelian kembali, dimana pada saat ekonomi menurun perusahaan cenderung membeli kembali ekuiti, pembiayaan akan lebih banyak menggunakan hutang.

4. Robustness Check

Penulis melakukan robustness check terhadap hasil penelitian, dengan mencoba melakukan test sub sampel dengan menguji interaksi struktur capital dengan market kompetisi (Rotemberg dan Saloner 1986). Kemudian juga mengetes adanya factor debt overhang dan endogenous growth (Myers 1977), hasil test tidak berubah secara mendasar. Terhadap angka leverage yang tidak normal pada tahun 1980, dari data rata rata reaksi harga selama tahun 90an dan juga dari data estimasi target leverage bagi perusahaan yang tidak terkendala dapat di katakan bahwa kenaikan leverage lebih disebabkan oleh variable spesifik perusahaan. Faktor variasi waktu terhadap volatilitas , seperti yang dikatakan optimal leverage berbanding terbalik dengan volatilitas return dari asset. Volatility menggerakkan *counter cyclically*(Malkiel, 2001) variasi pada volatilitas tidak mengendalikan *counter cyclical leverage*. Hasil regresi menunjukkan relative stabil dari volatilitas. Sehingga dapat dikatakan factor ekonomi makro yang lebih berpengaruh.

5. Kesimpulan

Temuan riset menunjukkan bahwa leverage perusahaan yang tidak terkendala keuangan bervariasi counter-cyclically (berlawanan) dengan kondisi makro ekonomi. Sejalan dengan apa yang ditemukan oleh Levy (2001) manajer lebih memilih pembiayaan hutang ketika kompensasi mereka rendah, sejalan dengan rendahnya return pasar ekuitas atau rendahnya profit korporasi. Faktor makro ekonomi berpengaruh 12% sampai 51 dari variasi time series pada leverage perusahaan. Selanjutnya perusahaan dengan kendala keuangan mempunyai procyclical leverage dengan kondisi makro ekonomi berpengaruh sebesar 4% sampai 41% variasi time series. Sejalan dengan pendapat Kiyotaki (1997) bahwa perusahaan yang terkendala meminjam lebih banyak ketika nilai collateral paling tinggi.

Terhadap pemilihan penerbitan sekuritas (issue choice), perusahaan mempertimbangkan seberapa jauh mereka terdeviasi dari target leverage, begitu juga dengan marginal cost sehubungan dengan penerbitan sekuritas. Perusahaan tanpa kendala bisa mengontrol kapan mereka menerbitkan, ketika pricingsasetnya favorable. Sementara itu lebih sedikit bukti bahwa factor macro ekonomi berpengaruh pada perusahaan terkendala. Hasil empiris menunjukkan bahwa perusahaan yang terkendala menyimpang dari target lebih sedikit dan pilihan penerbitan lebih sensitive terhadap penyimpangan dari target (43%-47%). Perusahaan terkendala akan mengambil apa yang dia bisa dapat.

Pada kasus pembelian kembali, sama dengan penerbitan, terjadi deviasi sebesar 28% sd 47% dari target account sedang factor makro ekonomi berpengaruh 51% sd 71% atas variasi. Rata rata reaksi harga terhadap pengumuman penerbitan secara signifikan mempengaruhi keputusan pembelian kembali.

Temuan penulis juga konsisten dengan beberapa elemen dari teori tradeoff dan pecking order, penyimpangan dari target leverage dapat menjelaskan pilihan penerbitan sekuritas (issue choice) konsisten dengan tradeoff, sementara itu hubungan negative antara profitabilitas dengan leverage sesuai dengan pecking order teori. Beberapa hasil menunjukkan perusahaan tidak terkendala lebih cocok dengan pecking order ; (1) penyimpangan dari target leverage menunjukkan fraksi yang besar dari pemilihan penerbitan sekuritas pada perusahaan terkendala; (2) perusahaan terkendala mempunyai procyclical leverage sementara perusahaan tanpa kendala mempunyaicounter cyclical leverage; (3) kondisi makro ekonomi mempunyai dampak lebih kecil dalam hal pemilihan target leverage dan juga pemilihan penerbitan sekuritas pada perusahaan tanpa kendala.

Penelitian lebih lanjut dapat diteruskan dengan melihat pengaruh makroekonomi terhadap struktur maturitas dari pinjaman oleh perusahaan. Struktur maturitas ini bervariasi terhadap waktu (Gertler, 1993, 1994) dan prediksi return dari asset (Kaplin dan Levy 2001) .

Riris Aishah Prasetyowati adalah Dosen Fakultas Ekonomi
Universitas Ibn Khaldun